

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

L'AUTOFINANCEMENT DES ENTREPRISES

THESE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 20 Mars 1943

PAR

Maxime GRANGÉ

Diplômé de l'Ecole des Sciences Politiques

JURY { *Président : M. DOLLÉANS, professeur.*
Suffragants { MM. LHOMME
LAUFENBURGER } *professeurs.*

PARIS

LIBRAIRIE LOUIS ARNETTE

2, RUE CASIMIR-DELAVIGNE, 2

1943

THÈSE
POUR LE DOCTORAT

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

L'AUTOFINANCEMENT DES ENTREPRISES

THESE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 20 Mars 1943

PAR

Maxime GRANGÉ

Diplômé de l'Ecole des Sciences Politiques

JURY { *Président : M. DOLLÉANS, professeur.*
Suffragants { MM. LHOMME
LAUFENBURGER } *professeurs.*

PARIS

LIBRAIRIE LOUIS ARNETTE

2, RUE CASIMIR-DELAVIGNE, 2

1943

**La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation
aux opinions émises dans les thèses; ces opinions doivent être
considérées comme propres à leurs auteurs.**



INTRODUCTION

Toute exploitation, quelle que soit sa forme juridique ou l'objet de son activité, a besoin d'un capital. Depuis le petit propriétaire jusqu'aux plus puissantes sociétés, aucun chef d'entreprise ne peut s'en passer. La richesse du sol, la science ou l'habileté des hommes, une situation commerciale favorable sont sans doute les éléments fondamentaux de la prospérité d'une affaire, mais des capitaux sont nécessaires pour les mettre en valeur.

Plusieurs moyens sont employés pour financer une entreprise.

Le propriétaire peut tout d'abord utiliser sa fortune personnelle. De nombreuses affaires artisanales ou commerciales fonctionnent encore aujourd'hui grâce au patrimoine d'un individu. Mais le coût toujours plus élevé de la production moderne dépasse souvent les possibilités financières d'un unique propriétaire. L'entreprise est alors constituée sous forme de société, car la multiplicité des participants permet la réunion de sommes considérables. Ces apports individuels ou collectifs sont toujours à l'origine du financement des affaires.

Disposant d'un capital propre qui lui sert de gage, l'entreprise peut alors contracter des emprunts auprès des banques, de relations commerciales ou de capitalistes quelconques. Mais tous ces fonds doivent être restitués à plus ou moins longue échéance.

Enfin, une fois lancées et prospères, les exploitations peuvent prélever sur leurs bénéfices des sommes importantes qu'elles réinvestissent au lieu de les remettre aux propriétaires. Ce procédé réalise l'autofinancement de l'entreprise et fait l'objet de cette étude.

Mise en pratique pour la première fois au cours du xvii^e siècle par les grandes compagnies de navigation, cette technique devait connaître un prodigieux développement. Les rétentions de gains, qui n'étaient à l'origine qu'une assurance contre la perte du capital propre de la société, sont devenues peu à peu l'instrument traditionnel de l'expansion des affaires. Soucis de prévoyance et désirs de profits toujours plus élevés se sont rencontrés pour favoriser cette politique financière. Dans tous les pays, l'épargne collective a pris une importance considérable aboutissant à la formation d'entreprises géantes ou de groupes puissants recherchant l'autonomie. Par sa concentration croissante, la production échappe à l'emprise de l'individu. De nouveaux problèmes économiques, financiers, juridiques se trouvent posés.

L'économie est tous les jours davantage sous la direction de l'Etat qui contrôle l'activité des exploitations et leurs possibilités de développement. La puissance publique doit-elle accepter de voir les affaires privées disposer à leur gré de moyens financiers qui peuvent être considérables, au détriment peut-être de ses propres ressources ? Les capitaux qu'elles accumulent ainsi ne sont-ils pas l'origine des crises dont souffre périodiquement la production nationale ? L'application de cette technique ne conduit-elle pas les sociétés à exproprier leurs actionnaires et à devenir, en quelque sorte, des institutions autonomes mettant fin au régime capitaliste ? En période de guerre, aussi

bien qu'en temps de paix, il n'est pas possible de négliger ces questions dont dépend l'avenir des entreprises.

L'autofinancement n'est pas plus une panacée universelle que la source de toutes nos difficultés. Pour juger de son utilité présente et des dangers qui lui sont propres, une description préalable est nécessaire : analyse technique et synthèse statistique en sont les deux aspects. Ils permettront d'apprécier par la suite, en connaissance de cause, la mise en œuvre de cette politique dans le monde économique d'aujourd'hui.

PREMIERE PARTIE

DESCRIPTION DE L'AUTOFINANCEMENT

CHAPITRE PREMIER

Analyse technique

Un chef d'entreprise recourt à l'autofinancement quand il investit dans son exploitation des capitaux prélevés sur les bénéfices que celle-ci a réalisés. Deux conditions sont donc nécessaires pour définir cette technique : l'origine bénéficiaire des fonds et leur investissement dans l'affaire elle-même.

SECTION I

L'ORIGINE DES CAPITAUX

§ 1. — CE SONT DES BÉNÉFICES

L'idée d'autonomie que suggère le mot d'autofinancement a été diversement interprétée. Des conceptions de plus en plus étroites se succèdent à mesure que l'on rejette les distinctions purement formelles pour aborder le fond du problème. On est ainsi conduit à abandonner la définition d'un financement fondé sur tous les procédés non

bancaires, ou même seulement sur les apports des propriétaires, pour ne retenir que la formule stricte des rétentions de bénéfices.

Si l'on se place du point de vue des banquiers, toute affaire qui se procurera des fonds sans recourir à leurs services pratiquera un véritable autofinancement (1). Suivant cette thèse, ce moyen financier comprendrait donc aussi bien le produit du crédit commercial ou des emprunts émis directement auprès du public que les apports des propriétaires ou les prélèvements sur les bénéfices. Cette définition extrêmement large s'attache à un point de vue formel que nous rejetons ici. Ce n'est pas en ayant supprimé les bons offices d'un intermédiaire que l'exploitation cessera pour autant d'être soumise, pour son financement, aux conditions imposées par les marchés monétaire et financier. Si elle veut être véritablement autonome, c'est en elle-même que l'entreprise devra chercher les fonds qui lui sont nécessaires.

Une nouvelle conception semble répondre à cette idée. Si l'exploitation recourt uniquement aux capitaux versés par son propriétaire, elle acquiert une indépendance effective, car celui-ci finance son affaire sans se soucier des conditions actuellement pratiquées sur le marché de l'argent. Une telle définition de l'autofinancement est certainement acceptable quand l'entreprise et son propriétaire forment une unité juridique et financière indivisible. Mais toute l'évolution technique et juridique des gestions commerciales traduit, au contraire, une différenciation très nette entre la fortune personnelle de l'exploitant et le patrimoine propre de l'exploitation. Cette règle de comptabi-

(1) Cf. Cours professé par M. CAUBOUÉ à l'Ecole supérieure d'organisation professionnelle (1^{re} partie, chapitre 2).

lité est un principe essentiel du droit des sociétés. En fait, les actionnaires se comportent bien peu comme de véritables propriétaires : ils se désintéressent souvent de la gestion et leur participation aux bénéfices, limitée par la loi, a tendance à devenir un simple intérêt. Leurs rapports avec la société se rapprochent beaucoup de ceux qu'entretiennent de simples obligataires. Les liens personnels ont fait place aux calculs objectifs du capitaliste qui offre ses fonds sur le marché. Les entreprises ne peuvent donc être considérées comme autonomes quand elles recourent à ce procédé de financement.

Si l'on écarte successivement les capitaux d'origine bancaire, puis toutes les autres formes d'emprunt et enfin les versements des propriétaires, l'exploitation reste livrée à elle-même. Elle ne pourra se procurer des fonds que grâce à son activité propre. Mais encore faut-il que des capitaux nouveaux apparaissent effectivement. A l'heure actuelle, par exemple, la liquidation des stocks procure d'abondantes disponibilités aux entreprises, disponibilités qu'elles peuvent utiliser temporairement pour couvrir certains de leurs besoins financiers. Il ne s'agit pas là d'opérations de financement, mais seulement d'un changement d'affectation de certains biens qui faisaient déjà partie du patrimoine de l'entreprise. L'actif n'a pas été accru par le réinvestissement de ces valeurs. Seuls, les bénéfices réalisés lors de leur liquidation peuvent donner lieu à un véritable financement.

D'une manière large, on entend par bénéfice tout excédent de l'actif d'une entreprise sur son passif quelle que soit l'origine de cette différence. Ainsi le bénéfice comprend aussi bien le revenu de l'exploitation que les gains en capital effectivement réalisés. Sa détermination dépend, d'ailleurs, de la législation et des coutumes de comptabilité en

application dans chaque pays (1). Nous nous placerons ici dans le cadre du droit français : l'autofinancement ne peut être pratiqué qu'en utilisant des capitaux prélevés sur les bénéfices réalisés par l'entreprise conformément aux dispositions légales ou traditionnelles actuellement en vigueur.

Une fraction, ou même la totalité des bénéfices doit rester dans l'entreprise. Cette rétention de fonds se présente sous deux formes : elle peut être essentiellement provisoire ou, au contraire, ne pas avoir de terme prévu.

§ II. — BÉNÉFICES RETENUS PROVISOIREMENT DANS L'EXPLOITATION

Le premier cas est toujours réalisé dans une entreprise qui se trouve en situation bénéficiaire. En effet, quelle que soit la destination définitive des gains obtenus, ils restent dans l'actif entre le moment où ils sont réalisés et celui où ils sont distribués. Le montant de cette épargne intérieure ne peut être exactement connu qu'une fois effectués l'inventaire et le bilan de fin d'exercice, mais il n'en demeure pas moins que, pendant un certain temps, la trésorerie de l'affaire a disposé de capitaux supplémentaires

(1) Il est intéressant de signaler à ce propos une différence fondamentale entre certaines conceptions anglo-saxonnes et les notions couramment admises en Europe. Dans les sociétés par actions anglaises, le principe de la fixité du capital n'est pas obligatoire ; dès que le montant de l'actif est supérieur à celui du passif, il existe un bénéfice distribuable sans que l'on se préoccupe de savoir si le patrimoine de l'entreprise est supérieur ou non au capital social. (« So long as they pay their creditors, there is no reason why they would not go on and divide profits, also every shilling of the capital may be lost. » Lord LINDLEY : *Case Lee v. Neufchatel Asphalte Cny*, 1899, C. D., p. 18.) La base de l'autofinancement de ces sociétés en est complètement modifiée, car ici chaque exercice est juridiquement indépendant des précédents.

qui ont pu servir à satisfaire ses besoins financiers à court terme. La question se pose de savoir à quel moment précis peut commencer cet autofinancement, autrement dit à quel instant le bénéfice se trouve effectivement réalisé. Certains auteurs ont prétendu qu'il fallait attendre l'encaissement matériel des moyens de paiement consacrant l'excédent de recette ; d'autres ont voulu définir la réalisation du bénéfice en s'attachant uniquement aux valeurs portées en écriture. En fait, la jurisprudence a consacré une solution synthétique s'attachant aux droits constatés dans la comptabilité pourvu que ceux-ci correspondent à des bénéfices réellement acquis », qui ne sont plus à l'état de simple éventualité, dont aucun coup du sort, excepté une insolvabilité imprévue ou une destruction fortuite ne peut plus priver la société » (1). Ces fonds demeurent dans l'exploitation jusqu'à ce que les ayants droit, dans la personne du propriétaire, des actionnaires ou de porteurs de parts bénéficiaires, viennent prélever leur dû. Ce prélèvement peut, d'ailleurs, survenir à une date bien postérieure à celle de la mise en distribution de ces gains, allongeant ainsi d'autant la durée de cette épargne provisoire que la société peut utiliser à son profit.

Souvent, une partie des gains réalisés est reportée à nouveau dans les comptes de l'exercice suivant. Cette imputation nouvelle ne leur enlève pas leur caractère de bénéfice distribuable. Il s'agit là, en général, du solde excédant les répartitions effectuées en chiffres ronds. Mais les entre-

(1) Cf. Rapport de M. DU MIRAL au Corps législatif sur la loi du 23 mai 1863 concernant les sociétés à responsabilité limitée (cité par TRIPIER, « Commentaire sur la loi de 1863 », p. 55).

Cf. également THALLER et PIC, t. 2, n° 1.223; HOUSPIN et BOSVIEUX, t. 2, n° 1.336. Jurisprudence : Req. 7 mai 1872 (D. 72, 1, 233), Paris, 9 janvier 1888 (D. 89, 2, 71), Lyon, 16 mars 1899 (D. 1900, 2, 137) Cr., 11 juillet 1930 (D. 1932, 1, 145).

prises font parfois figurer sous cette rubrique du « report à nouveau » des capitaux considérables dépassant de beaucoup le simple reliquat habituel. Quoi qu'il en soit, l'autofinancement que permettent ces fonds ne peut être de longue durée, car leur affectation est remise en question chaque année par le vote de l'assemblée générale qui se prononce sur la répartition des bénéfices de l'année.

Mais les bénéfices ne sont pas toujours mis en distribution. Ils peuvent encore être conservés temporairement dans l'entreprise, en dépit des pertes ou charges nouvelles qui peuvent survenir. S'en tenir à la stricte différence entre l'actif et le passif du bilan sans y incorporer les prévisions financières relatives à des événements probables serait une imprudence et une erreur. Si les sommes ainsi mises de côté ne constituent pas, par définition même, des bénéfices distribuables, elles entraînent cependant un accroissement temporaire des valeurs patrimoniales pouvant servir à un autofinancement à court terme. Au contraire, les fonds d'amortissement ne faisant que maintenir l'actif à sa valeur initiale, ne peuvent donner lieu, suivant la conception que nous avons adoptée, à aucun financement véritable. Comme dans le cas des capitaux provenant de la liquidation des stocks, les sommes réservées pour compenser les dépréciations immobilières ne constituent qu'une transformation dans la substance même du patrimoine de l'entreprise.

Une certaine confusion pourrait naître au sujet des provisions de renouvellement du matériel ou des stocks. En effet, l'augmentation de l'actif qu'elles entraînent est purement nominale car elles n'ont pour but que de maintenir à un niveau identique la capacité de production de l'affaire menacée par la hausse des prix. Le fonds de roulement ou le fonds d'amortissement étant impuissants à assurer le

remplacement des marchandises ou de l'outillage, il fallait conserver des bénéfices dans l'exploitation pour pouvoir effectuer, au moment voulu, les achats nécessaires. Les fonds ainsi amassés peuvent servir à couvrir les besoins financiers temporaires de l'entreprise en attendant d'être définitivement investis dans l'exploitation.

Les provisions sont destinées à faire face à des pertes ou à des charges. Dans le premier cas, elles rétablissent l'actif à sa valeur initiale. Il n'y a plus d'autofinancement possible une fois que les capitaux ont été utilisés à amortir la perte. Dans la seconde hypothèse, au contraire, les provisions sont employées à des dépenses qui accroissent le montant du patrimoine de l'entreprise. Elles sont alors enregistrées au passif comme des réserves. A l'autofinancement provisoire réalisé grâce à la gestion des fonds inscrits en provision, succède un autofinancement définitif ou, du moins, dont aucun terme n'a été prévu.

§ III. — BÉNÉFICES PORTÉS A UN COMPTE DE RÉSERVE APPARENT

On entend par réserves tout bénéfice non distribué par une entreprise, une fois décomptées les provisions pour les pertes ou charges normalement prévues. Elles peuvent répondre à deux préoccupations différentes : un souci de prévoyance générale conduit souvent les chefs d'entreprise à laisser dans leur affaire des sommes importantes destinées à faire face à des dépenses imprévues ; mais souvent les capitaux ainsi retenus ont pour but de financer le développement de l'exploitation, tendance naturelle qui se manifeste toujours dans les entreprises. Ce sont là deux opérations économiques différentes, mais qui, en fait, sont inséparables. Toutes deux, en effet, consacrent un accroissement d'actif net grâce à une rétention de bénéfices et

l'emploi des fonds ainsi réunis est le même dans les deux cas : l'extension du patrimoine de l'affaire consolide le gage devant faire face aux dépenses imprévisibles et la gestion des capitaux mis en gage dans ce but sert au développement de l'entreprise. Leur réalisation comptable et juridique est identique.

La réalisation comptable des réserves apparentes est très simple. Un virement du compte de bénéfices à celui intitulé « Réserves » suffit à les créer. Cependant, il est nécessaire de préciser quelles sont les rubriques figurant au passif qui constituent effectivement les réserves, car bien souvent les dénominations adoptées par les entreprises pourraient induire en erreur. Ainsi certains comptes débiteurs qualifiés de réserves correspondent à une dette échue ou à terme et ne traduisent en aucune manière un accroissement de l'actif net de l'entreprise : telles sont les réserves mathématiques des primes dans les sociétés d'assurance, les réserves pour risques non encore liquidés ou les diverses réserves pour institutions de prévoyance en faveur du personnel (1).

De même, des comptes d'ordre destinés à corriger des évaluations exagérées de certains éléments du patrimoine de l'entreprise, ne doivent pas être confondus avec les réserves véritables. L'amortissement des immobilisations est souvent réalisé grâce à l'ouverture d'un compte créditeur alimenté par des prélèvements sur les bénéfices, mais l'actif n'en est pas accru car les fonds ainsi recueillis compensent seulement la dépréciation des biens pour lesquels l'amortissement est effectué. Il en va de même pour les créances : les comptes ducroire inscrits au passif ne font

(1) Cf. AMIAUD, « Traité des comptes de réserve dans les sociétés par actions », Paris, 1920, pages 19 et 20.

qu'équilibrer la surévaluation des créances portées à l'actif. En ce qui concerne les marchandises ou les titres, il n'y a aucune difficulté s'il s'agit de corriger des comptes débiteurs d'un montant trop élevé : le compte créditeur ouvert à cet effet est un compte d'ordre qui se distingue des réserves. Mais dans l'hypothèse où le chiffre porté à l'actif est inférieur à la valeur actuelle de ces titres ou marchandises est-il possible de considérer la plus-value qui en résulte comme une véritable réserve ? La question a été controversée, mais, en réalité, ce compte créditeur ne peut constituer une réserve puisqu'il provient d'une simple plus-value comptable et non d'un bénéfice « réellement acquis » (1).

Enfin, les primes d'émission inscrites au passif d'une société anonyme ne sont pas non plus des réserves car elles ne proviennent pas de véritables bénéfices, mais bien de suppléments d'apports exigés des nouveaux actionnaires (2).

Telles sont les précisions qu'il fallait apporter pour spécifier la nature des comptes de réserves.

Au point de vue juridique, la constitution des réserves apparentes est un problème beaucoup plus complexe. Elle peut être réalisée de trois manières différentes : la loi peut l'imposer, les statuts de l'entreprise également, enfin les propriétaires peuvent décider à la fin de l'année de laisser dans leur exploitation une partie des profits disponibles provenant de l'exercice écoulé.

L'article 36 de la loi du 24 juillet 1867 oblige les sociétés anonymes à constituer une réserve. Celle-ci doit être réali-

(1) Cf. AMIAUD, *Opusc. cité*, pages 33 à 36.

(2) Req. 8 janvier 1935 D. 1935, 1, 8) avec rapport de M. le Conseiller PILON.

sée au moyen d'un prélèvement minimum de 5 % sur les bénéfices nets, prélèvement obligatoire jusqu'à ce que le fonds ainsi alimenté ait atteint le dixième du capital social, sauf à en reprendre la formation s'il s'est trouvé entamé au cours d'exercices ultérieurs (1). Les sommes figurant à cette réserve légale peuvent être investies dans l'exploitation et contribuer à l'autofinancement de l'entreprise.

Indépendamment de cette mesure imposée par le législateur aux sociétés anonymes, les statuts des sociétés de forme quelconque peuvent obliger les propriétaires de l'entreprise à porter en réserve une fraction des bénéfices nets réalisés. Il est même théoriquement possible que le pacte social prévoit la mise en réserve de l'intégralité des gains, car l'annualité de leur partage n'est pas une clause essentielle du contrat de société. En fait, jamais les statuts n'exigent le réinvestissement total des bénéfices ; ils fixent simplement une certaine somme, ou, plus généralement, un certain pourcentage des résultats de l'exercice clos à mettre en réserve en précisant le rang occupé par ce prélèvement dans la répartition des gains annuels. Une telle disposition est très favorable à la poursuite de l'autofinancement dans les sociétés anonymes puisque des réserves sont constituées d'office à la fin de chaque exercice sans que l'assemblée générale ordinaire ne puisse les remettre en question. Seule une décision de l'assemblée générale extraordinaire conforme aux conditions de quorum et de majorité exigées par la loi, peut valablement supprimer cette clause ou en créer une nouvelle. Si les réserves sta-

(1) Le montant obligatoire de la réserve légale imposée par certaines législations étrangères est assez variable : la Belgique, l'Allemagne, l'Autriche et la Suède exigent, comme la France, que ce fonds atteigne le 1/10 du capital social ; l'Italie, le Portugal et le Mexique : le 1/5 ; le Japon : le 1/4.

tutaires ont l'avantage d'obliger les actionnaires imprévoyants à ne pas consommer une part trop importante du revenu social, elles présentent par contre le danger de n'offrir aucune adaptation aux besoins financiers de l'entreprise.

C'est pourquoi le montant des réserves est le plus souvent décidé à la clôture de l'exercice quand l'autorité qualifiée examine les résultats obtenus et les perspectives d'avenir. Dans les sociétés anonymes, ce sont les actionnaires réunis en assemblée générale ordinaire qui fixent le montant des gains à conserver dans la société. Les réserves extraordinaires ainsi créées peuvent avoir été prévues dans les statuts, ce qui a pour effet d'empêcher toute réclamation de la part d'une minorité d'actionnaires opposée à leur constitution. Mais, en aucun cas, la compétence de décider leur formation ne peut être déferée à un autre organe que l'assemblée générale. En particulier les statuts ne peuvent habilitier le conseil d'administration à poursuivre une politique d'autofinancement sous sa propre autorité. Mais la question se pose de savoir sous quelle modalité devra intervenir le vote de l'assemblée générale. De la solution adoptée dépendra la plus ou moins grande facilité avec laquelle la société pourra recourir à l'autofinancement.

La jurisprudence exigeait jadis l'unanimité des actionnaires (1). En effet, comme « la société est un contrat par lequel deux ou plusieurs personnes conviennent de mettre quelque chose en commun dans la vue de partager le bénéfice qui pourra en résulter » (2), les tribunaux concevaient difficilement que certains associés puissent être pri-

(1) Angers, 26 avril 1866 (D. 66, 2, 198); Rouen, 8 août 1868 (D. 69, 2, 211).

(2) Art. 1832 du Code civil.

vés, malgré leur avis formel, d'une fraction d'un gain qui était la raison même de leur participation. Mais, si une telle exigence semblait conforme à l'esprit du code civil, elle avait malheureusement pour conséquence de paralyser l'autofinancement des sociétés, au moins sous sa forme apparente. En effet, l'unanimité était extrêmement difficile à réaliser. Si une entreprise concurrente voulait empêcher la société de constituer des réserves extraordinaires, il lui suffisait d'acheter une action et de se refuser à tout prélèvement sur les bénéfices. C'est pourquoi cette thèse doctrinale, trop éloignée des nécessités pratiques, n'a pas été maintenue. On a abandonné peu à peu cette conception purement contractuelle des sociétés de commerce pour leur reconnaître une personnalité juridique indépendante. Ce n'est qu'à partir de 1892 que les tribunaux commencèrent à tirer de l'idée de personnalité de la société toutes les conséquences qu'elle comporte vis-à-vis de la compétence des assemblées. Puisque la collectivité est personnifiée par certains organes, la question de l'adhésion individuelle de chaque actionnaire aux décisions prises ne se pose plus du tout de la même façon que sur les bases strictes d'un contrat. L'assemblée générale « forme, et cela au regard des actionnaires pris séparément, le pouvoir délibérant de cette synthèse de pensées convergentes ; elle constitue l'âme même de la personne morale réglant les intérêts de la collectivité, ou, si l'on préfère, l'instrument de la volonté supérieure de la compagnie. S'il en est ainsi, la nécessité pour une assemblée générale quelconque de grouper l'unanimité des adhésions des membres, devient presque un non-sens... Une fois l'assemblée constituée il n'y a plus d'associés en présence qui négocient leurs intérêts particuliers en sortant de leur isolement de la veille, mais bien un collège reconnu qui va puiser dans le rapproche-

ment des parties consultantes la légalité de ses résolutions. Les actionnaires s'absorbent dans ce collège. La Compagnie prend dans son autonomie les diverses délibérations intéressant sa marche ou son avenir » (1). Depuis le revirement de la jurisprudence qui a consacré ce point de vue, il a été définitivement reconnu que l'assemblée ordinaire pouvait décider la constitution de réserves à la simple majorité des votants. Mais pour représenter valablement la société, cette assemblée doit grouper un nombre d'actionnaires détenant au moins le quart du capital social. Si la première convocation n'a pu permettre de réaliser cette condition de quorum, la réunion suivante en est totalement affranchie.

Les droits de l'assemblée étant ainsi définis, quelle va être la situation de l'actionnaire opposé à une constitution de réserves décidée par elle ? La question est primordiale car si les actionnaires mis en minorité peuvent exiger la mise en distribution de leurs parts dans les bénéfices, l'autofinancement perd une grande partie de sa substance en même temps que se trouve rompue l'égalité entre les associés. Trois solutions ont été proposées en cette matière (2).

La première, inspirée de la jurisprudence belge, affirme l'omnipotence de l'assemblée générale et déboute la minorité opposante de toute réclamation. La seconde, soutenue en particulier dans les pays germaniques, reconnaît aux actionnaires un droit aux dividendes, mais dont le quantum est fixé souverainement par l'assemblée. En fait, le résultat est le même que dans le premier cas. Enfin, la troisième solution pose, en principe, le droit absolu des actionnaires à un dividende effectif mais permet à l'assem-

(1) Note de M. THALLER, sous Cass., 30 mars 1892 (D. 93, 1, 105).

(2) Cf. AMIAUD : *Opusc. cité*, pages 233 à 262.

blée générale de les en priver dans l'intérêt social. Toutefois, les actionnaires opposants ont le droit de demander des justifications à la majorité, justifications dont les tribunaux peuvent être appelés, le cas échéant, à examiner le bien-fondé, conformément à la théorie générale de l'abus de droit. Bien que la doctrine et la jurisprudence françaises soient divisées sur cette importante matière, c'est cette dernière thèse que nous adopterons ici car on ne peut admettre que des associés soient privés sans explication d'un droit aussi essentiel que le droit au dividende. Cependant, il est juste que l'intérêt social régulièrement prouvé, prévale sur les désirs d'un actionnaire individuel, d'autant plus que le fait, pour celui-ci, d'avoir choisi un mode de rémunération proportionnel au bénéfice réalisé, implique certains sacrifices pécuniaires dans les périodes difficiles. Pour le priver de son droit au dividende, le vote de la majorité ne suffit pas, il faut encore que les circonstances spéciales de la gestion rendent cette mise en réserve indispensable. Si le différend est porté devant les tribunaux, ceux-ci peuvent annuler la décision de l'assemblée. Toutefois, si le plaignant est une personne intéressée aux bénéfices, autre que les actionnaires, il pourra obtenir une indemnité compensatrice mais pas l'annulation de la réserve, car ce serait permettre à d'autres que les propriétaires de l'affaire de s'immiscer dans la gestion sociale.

A l'heure actuelle, les discussions qui peuvent surgir entre les membres de la société sont fortement diminuées par la limitation des dividendes distribuables pendant la durée de la guerre. La loi du 28 février 1941 oblige les sociétés françaises par actions et à responsabilité limitée à ne répartir à titre de dividende, amortissement ou remboursement du capital et toutes autres répartitions de bénéfices faites au profit des associés et porteurs de parts

que des sommes totales égales ou inférieures à celles distribuées aux mêmes titres pour celui des trois derniers exercices clos avant le 1^{er} janvier 1940 qui a donné lieu aux répartitions les plus élevées. Toutefois, entrent seuls en compte les prélèvements opérés sur les profits réalisés pendant l'exercice. Si le maximum légal n'atteint pas 6 % du capital appelé et non remboursé, il peut être porté à ce taux mais compte non tenu de toute augmentation de capital réalisée depuis le 1^{er} janvier 1937 par incorporation des réserves ou prélèvement sur les bénéfices. La répartition peut atteindre 8 % pour les sociétés constituées après le 1^{er} janvier 1940. Ces dispositions légales qui limitent d'office le montant des dividendes distribuables développent la formation des réserves et donnent, par conséquent, aux entreprises de larges possibilités d'autofinancement.

Tel est le cadre juridique qui règle les distributions de bénéfices et, par conséquent, les modalités apparentes de la technique financière qui fait l'objet de cette étude.

§ IV. — BÉNÉFICES DISSIMULÉS DANS DES RÉSERVES OCCULTES

Mais si ces réserves légales statutaires ou extraordinaires doivent être conformes à la volonté des actionnaires et du législateur, il existe aussi d'autres réserves non portées comme telles dans la comptabilité et qui échappent, par conséquent, aux obligations précédentes.

Les procédés de réalisation comptable de ces réserves occultes sont multiples, mais se réduisent finalement à une diminution du bénéfice apparent grâce à une majoration du passif ou à une minoration de l'actif.

Il est relativement facile d'accroître fictivement les charges qui pèsent sur une entreprise, car de nombreux postes du bilan ne relèvent que des estimations du conseil

d'administration. Celui-ci peut prétendre que d'importants amortissements sont devenus nécessaires pour compenser une grave dépréciation des immeubles, qu'une provision d'un montant élevé doit être constituée pour parer aux fluctuations des cours des valeurs en portefeuille, que toutes sortes de prélèvements sur les bénéfices doivent être effectués pour réparer l'outillage, essayer de nouveaux procédés techniques ou faire face à des dépenses quelconques. Il est impossible, même aux comptables avertis, de déceler avec exactitude le montant de ces réserves occultes, dont une partie peut correspondre à des charges réelles, sans avoir en main toute une documentation très complète sur l'activité de l'exploitation. Le jeu des comptes d'ordre destinés à parer aux surévaluations de l'actif par une majoration fictive du passif, se prête remarquablement, sous une apparente rigueur, à la dissimulation de réserves importantes. La complexité relative de ces procédés comptables contribue à égarer les profanes.

Inversement, sans exagérer le montant des charges qu'elle supporte, l'entreprise qui désire conserver des bénéfices dans son actif, peut se contenter de minorer celui-ci. Les différents postes qui composent le patrimoine de l'affaire sont alors portés en compte à des chiffres inférieurs à leur valeur réelle soit par l'omission pure et simple de certains produits bénéficiaires, soit par une sous-évaluation volontaire de certains éléments patrimoniaux. Cette méthode a l'inconvénient d'embrouiller bien plus la comptabilité de l'entreprise que les procédés des comptes d'ordre créditeurs partiellement fictifs. Par contre, le caractère secret de la réserve est moins sûr. Quand une société porte à son bilan l'ensemble de ses immeubles pour la somme de 1 franc, il est évident aux yeux de tous que la valeur résiduelle de ces biens est infiniment supérieure.

La légitimité des réserves occultes a été fort discutée par la doctrine, car leur caractère juridique irrégulier s'oppose à leurs avantages pratiques.

Constituées dans un but frauduleux à l'égard de l'Etat, des associés ou de n'importe quel intéressé, les réserves occultes sont, sans aucun doute, illégales. L'accord est unanime à ce sujet. Mais quand la direction de l'entreprise les a créées dans un but de gestion prudente, leur irrégularité est moins apparente. Elle est réelle cependant car les dissimulations comptables que ces réserves impliquent font infraction au principe de la vérité du bilan (1). Le bilan, en effet, de quelque manière qu'on le conçoive, a toujours pour but de traduire la situation réelle de l'entreprise. Si on le considère comme un état annuel appelé à faire foi dans les litiges entre commerçants (2), il est indispensable qu'il ne recèle pas des ressources secrètes connues seulement de l'une des parties. La même solution s'impose si l'on prend le bilan pour un instrument de reddition de comptes du directeur mandataire à l'égard des actionnaires mandants. De même si ce document a pour but de renseigner les créanciers sur le bien-fondé des dividendes distribués, pour éviter que la répartition des bénéfices fictifs ne vienne diminuer leur gage, il est évident qu'il perdrait toute valeur s'il ne traduisait plus la situation exacte de l'exploitation. La vérité du bilan est donc un principe d'ordre public et toute falsification des valeurs qui le composent devrait entraîner pour le délinquant l'ap-

(1) Ce principe de la vérité du bilan ressort de l'article 586 du Code de Commerce ainsi conçu : « Pourra être déclaré banqueroutier simple tout commerçant failli qui se trouvera dans un des cas suivants... 6° ... si ses livres ou inventaires n'offrent pas sa véritable situation active ou passive, sans néanmoins qu'il y ait fraude. »

(2) Cf. Art. 12 du Code du Commerce.

plication des peines attachées au crime de faux en écritures de commerce. La jurisprudence, cependant, n'a pas consacré ce point de vue. Elle condamne uniquement les bilans qui dissimulent le mauvais état de l'entreprise, et admet parfaitement que la situation de l'affaire puisse être montrée sous un jour moins favorable qu'elle ne l'est en réalité, pourvu que l'assemblée générale ait régulièrement approuvé la gestion des administrateurs et qu'aucune preuve de leur intention frauduleuse n'ait été apportée par la suite. Ces décisions des tribunaux sont motivées par les avantages pratiques considérables que présentent les réserves occultes ainsi constituées.

A première vue, il semble cependant qu'en matière de gestion financière la clarté et l'exactitude soient les meilleures règles de conduite. Un bilan dont les chiffres sont faussés est une cause d'erreurs, même pour ceux qui sont au courant de la situation réelle de l'entreprise. Pourquoi, de plus, une société riche ne montrerait-elle pas sa richesse ? C'est là une source de crédit de la part du public ou des banques, une cause de respect pour les fournisseurs ou de confiance pour les clients. En réalité, les entreprises ont souvent des raisons impérieuses pour ne pas dévoiler l'importance de leurs ressources, même en dehors des cas de fraude fiscale toujours condamnables quel que soit leur intérêt pratique. En effet, les actionnaires, en présence d'abondantes réserves, pourraient se refuser à poursuivre la dotation de ces fonds ou même en exiger la distribution au grand dommage de l'exploitation. Dans la gestion de la société, le caractère apparent des réserves pourrait également entraver considérablement la liberté d'action du conseil. Pour bien gouverner, des fonds secrets sont nécessaires ; de même ici, les administrateurs doivent avoir des capitaux à leur disposition sans être obligés de recourir à

des prélèvements visibles qui pourraient être mal interprétés et entraîner envers l'entreprise une méfiance générale qu'elle était peut-être loin de mériter. Mais surgit dès lors un autre danger : ces opérations financières étant effectuées sans aucune publicité nécessitent la présence d'hommes parfaitement intègres aux postes de direction. Ils ont, en effet, la possibilité de se livrer à des manœuvres plus ou moins frauduleuses dans leur intérêt propre. Par la réduction des résultats apparents d'un exercice et par l'augmentation artificielle des bénéfices d'une autre année, les administrateurs peuvent, à leur gré, faire varier les cours des actions et spéculer personnellement à coup sûr. L'irrégularité des gains ainsi portés au bilan peut également servir à faire jouer à leur profit les pourcentages de répartition prévus aux statuts. Fort heureusement, ces fraudes sont rares, les administrateurs utilisent les possibilités que leur offrent les réserves occultes, non dans leur intérêt personnel, mais dans celui de la société qu'ils ont à gérer. Au lieu de provoquer l'irrégularité des bénéfices, ils s'efforcent, grâce à ces fonds secrets, de stabiliser les résultats de l'exploitation et de distribuer chaque année un dividende à peu près constant, comme le désirent les épargnants français. On conçoit, dès lors, tout l'intérêt pratique que présentent les réserves occultes et pourquoi la jurisprudence n'en a pas interdit la constitution, malgré une base juridique assez douteuse. L'autofinancement de l'entreprise peut donc être réalisé d'une manière non apparente grâce à ces gains dissimulés sous des rubriques quelconques.

§ V. — BÉNÉFICES INCORPORÉS AU CAPITAL

A la différence de ce mode d'épargne plus ou moins secret, des bénéfices provenant du dernier exercice clos, ou

figurant déjà à un compte de réserve antérieurement constitué, peuvent être ouvertement incorporés au capital de l'entreprise.

La réalisation de ces opérations est relativement aisée : une fois obtenue l'autorisation de l'assemblée générale extraordinaire dont l'assentiment est requis pour modifier le chiffre du capital social, il suffit d'effectuer un simple virement comptable. Pour traduire matériellement, à l'égard des actionnaires, cet accroissement de leur capital, deux méthodes sont employées : ou bien l'on fait constater par un estampillage l'augmentation de la valeur nominale des titres déjà détenus par les associés, ou bien de nouvelles actions leur sont distribuées « gratuitement » en proportion du nombre de titres anciens détenus par eux.

Cette immobilisation de capitaux présente des avantages certains pour la société. En effet, alors que les réserves sont à la merci d'une décision de l'assemblée ordinaire, le capital n'est pas à sa disposition et le financement de l'entreprise s'en trouve consolidé. De plus, ce fonds ne figurant pas au bilan sous forme de réserves, le conseil obtiendra facilement des actionnaires de porter les nouveaux bénéfices sous cette rubrique. Le gage des créanciers sera ainsi doublement accru et la société disposera d'un meilleur crédit.

Mais les actionnaires ont la possibilité de s'opposer à cette opération. Souvent leur assemblée décide que cette incorporation des bénéfices ou des réserves au capital ne sera que facultative : les fonds sont alors mis en distribution et les associés qui décident souscrire à l'augmentation du capital le font en laissant leur part à la société ; les autres viennent simplement encaisser ce qui leur revient. Ce procédé est parfaitement régulier et ne lèse personne, si ce n'est l'entreprise, au cas où les souscriptions s'avèrent

trop faibles. Mais quand aucune option n'est laissée aux actionnaires, il semble que ceux-ci puissent protester à juste titre. Leur richesse devient en effet indisponible en droit. Pratiquement, même sous la rubrique des réserves, ces fonds ne sont guère distribuables puisque, servant à l'autofinancement de l'entreprise, ils sont investis en immeubles, machines, stocks ou valeurs quelconques utilisées dans l'exploitation. L'incorporation des bénéfices au capital de l'affaire ne nuit donc pas plus aux associés qu'une constitution de réserves. Bien plus, comme la situation de l'entreprise a été améliorée, une certaine hausse des actions peut se produire et leur procurer un gain appréciable.

De même, la répartition des bénéfices peut être modifiée à leur avantage par le virement des fonds d'un compte de réserves au compte capital. Le taux de rendement du capital social diminue car son montant nominal est augmenté alors que les bénéfices restent sensiblement stables par suite de l'équivalence des sommes engagées dans l'exploitation. Cette baisse apparente du profit est intéressante pour les actionnaires qui voient diminuer les exigences fiscales et les réclamations du personnel tout en percevant les mêmes dividendes.

Ces dividendes eux-mêmes peuvent se trouver augmentés. La répartition statutaire des bénéfices prévoit souvent, en effet, l'octroi aux actions d'un « intérêt » proportionnel au capital nominal. Quand le chiffre du capital est élevé, la part revenant aux actionnaires s'accroît d'autant aux dépens des parties prenantes sur le solde. Ainsi pour l'exploitation elle-même comme pour ses propriétaires pris individuellement, cette technique semble finalement présenter des avantages importants.

§ VI. — BÉNÉFICES SUBSTITUÉS A DES CAPITAUX
PROVENANT D'UN AUTRE MOYEN DE FINANCEMENT

Bien plus discutable est le procédé indirect de constitution de réserve qui apparaît comme la contre-partie naturelle de l'amortissement financier. Il semble paradoxal, à première vue, de parler de réserve dans un cas où la société débourse des fonds pour se libérer de ses obligations envers ses actionnaires ou ses créanciers. Cependant, la plupart du temps, une réserve doit effectivement être créée, par prélèvement sur les bénéfices, pour compenser ces sorties de capitaux : le législateur l'exige pour maintenir intact le gage des créanciers en cas d'amortissement du capital social ; les principes d'une saine gestion le recommandent pour conserver les éléments patrimoniaux nécessaires à l'exploitation quand il s'agit d'un capital emprunté. L'actif de l'entreprise étant ainsi fixé au même chiffre, on peut considérer que les capitalistes qui avaient financé l'affaire ont été remboursés et que ce sont les bénéfices qui ont pris la place des sommes amorties. Des réserves se sont substituées aux actions ou aux emprunts. L'opération peut s'analyser en deux temps : d'une part, remboursement des capitaux d'origine étrangère par prélèvement dans les disponibilités de l'exploitation, puis mise en réserve des bénéfices pour un montant équivalent. Si l'on s'arrêtait au premier stade, on serait en présence d'une réduction du capital social ou d'une restitution pure et simple des fonds empruntés sans aucune possibilité d'auto-financement. Au contraire, la formation de réserves réalise un véritable autofinancement si les sommes qu'elles représentent sont effectivement investies dans l'exploitation.

La constitution de réserves consécutives à l'amortissement financier se présente sous deux aspects différents sui-

vant que cette opération a pour but d'assurer le remboursement du capital-actions ou celui des fonds empruntés.

La substitution de bénéfices aux actions remboursées est obligatoire quand on ne se plie pas aux formalités de la réduction du capital social. Gage des créanciers, les capitaux figurant à ce compte doivent demeurer d'un montant identique quels que soient les amortissements effectués. Ceux-ci peuvent être opérés par la société, soit en remboursant officiellement aux actionnaires une partie ou la totalité de leurs apports, soit, d'une manière beaucoup moins apparente et plus discutable, en rachetant et en annulant ses propres titres.

La première de ces méthodes semble seule justifiée car elle ne transgresse pas les règles financières et juridiques traditionnelles. La société verse, à titre de capital, une somme égale à tous les actionnaires et porte les bénéfices en réserve pour le même montant sous la rubrique « capital amorti », ou bien elle rembourse entièrement à leur valeur nominale quelques titres désignés par le sort et les bénéfices correspondants mis en réserve figurent alors au passif sous l'intitulé « actions de jouissance » (1). Ces deux postes, « capital amorti » et « actions de jouissance » représentent des réserves non distribuables qui peuvent alimenter un véritable autofinancement.

De même, quand la société achète sur le marché ses propres actions et qu'elle les annule, la réserve qu'elle doit constituer en contre-partie, sous l'intitulé « capital amorti », peut lui permettre de s'autofinancer, mais l'actionnaire, ici, au contraire de l'hypothèse précédente, se trouve évincé, car, dès qu'il a cédé volontairement son titre au

(1) L'amortissement des actions par voie de tirage au sort a été interdite par les lois du 18 juin 1941 et du 8 mars 1942, sauf pour les sociétés ayant déjà procédé à un tel amortissement.

cours actuellement pratiqué sur le marché, il n'a plus aucun lien avec la société. Sans examiner les problèmes de régularité juridique et d'opportunité financière que soulève cette opération, il suffit de constater qu'elle aboutit encore à substituer au capital une réserve indisponible.

Jusqu'ici la constitution de ces réserves était imposée par le législateur pour maintenir intact le montant du capital social en cas d'amortissement financier. Mais quand cet amortissement porte sur des capitaux empruntés, il n'est plus question de maintenir les dettes sociales à un chiffre identique. En fait, la restitution pure et simple des fonds prêtés est presque toujours impossible, car les entreprises ne disposent pas des liquidités nécessaires pour assurer de telles sorties de fonds. Les capitaux empruntés ont été investis en valeurs quelconques nécessaires à l'activité de l'exploitation et c'est grâce aux bénéfices produits par cette activité que leur amortissement sera effectué. Les différents postes « d'emprunts amortis » équivalent à de véritables réserves (1). Ainsi, les recours au crédit entraînent presque toujours un autofinancement ultérieur car le remboursement, ici, est obligatoire, quels que soient les emprunts nouveaux conclus pour en reculer l'échéance finale.

L'amortissement financier entraîne donc la constitution de réserves qui traduisent un autofinancement véritable. Il n'y a pas investissement de capitaux nouveaux dans le

(1) Les réserves extraordinaires ainsi constituées par l'amortissement des emprunts grâce aux bénéfices sont créées sans aucune autorisation de l'assemblée générale. Cependant les actionnaires peuvent protester si un amortissement exagéré modifie profondément le mode de répartition des gains prévus aux statuts : Cf. AMIAUD : *Opusc. cité*, p. 258 et T. C. Seine, 29 avril 1898. (*J. soc.*, 1897, p. 445.)

patrimoine de l'entreprise, mais substitution des bénéfices à des fonds provenant de divers procédés de financement. C'est une modalité très particulière de la technique envisagée ici, mais elle n'en constitue pas moins l'un de ses aspects importants.

Tels sont les différents postes du bilan où peuvent apparaître ou se dissimuler des bénéfices non distribués, sources possibles d'autofinancement. Sources possibles seulement, car une autre condition est nécessaire à la réalisation de ce procédé financier : l'investissement des bénéfices dans l'affaire elle-même.

SECTION II

L'INVESTISSEMENT DES CAPITAUX DANS L'EXPLOITATION

Financer une entreprise consiste à satisfaire ses besoins d'argent. Les capitaux dont on dispose sont alors utilisés dans l'exploitation. Ainsi se ferme le circuit financier que réalise l'autofinancement : issus des bénéfices procurés par l'activité de l'affaire, ces fonds vont alimenter cette activité elle-même.

Ce circuit peut jouer dans un cadre plus ou moins vaste : il peut être limité à une entreprise seule ou bien s'étendre, au contraire, à un groupement plus vaste. Mais, que l'autofinancement soit unitaire ou collectif, il n'en conserve pas moins le caractère d'autonomie qui le différencie des autres techniques.

§ 1. — AUTOFINANCEMENT UNITAIRE

Réinvestir les bénéfices dans l'affaire même où ils ont pris naissance est donc la condition indispensable de la réalisation de l'autofinancement unitaire.

Quand la non-distribution de ces bénéfices est motivée par le désir d'accroître les possibilités financières de l'entreprise, leur investissement dans l'exploitation ne peut être discuté puisque cette opération est conforme à leur destination.

Mais toute autre est l'hypothèse où les bénéfices ont été conservés dans l'affaire par un souci de prévoyance : quelques auteurs estiment, en effet, que les prélèvements sur les bénéfices effectués dans ce but devraient être placés en dehors de l'exploitation, de manière à être constamment disponibles et toujours en sécurité (1).

Ils font valoir que l'investissement de ces fonds dans l'entreprise a pour conséquence de les rendre provisoirement, ou même définitivement, indisponibles et risque d'en priver l'affaire au moment précis où elle en aura besoin. Bien plus, subissant le même sort que l'exploitation dans laquelle ils sont investis, ils feront défaut dans les périodes difficiles où la trésorerie de l'entreprise se trouvera gênée. A ceux qui prétendent que l'investissement dans l'affaire de ces fonds supplémentaires aura pour conséquence de prévenir les crises financières, ces auteurs répondent, à juste titre d'ailleurs, que ces apports n'auront fait qu'accroître les risques de l'entreprise dans la proportion même où ils auront permis l'augmentation de son chiffre d'affaires. Les faits semblent prouver leur thèse : parmi les sociétés allemandes qui ont dû déposer leur bilan dans les années 1900 et 1901, un bon nombre possédait d'abondantes réserves. Cette situation apparemment favorable ne les a pas empêchées de faire faillite, car ces réserves, subissant

(1) Cf. WARSCHAUER : « Die Reservefonds der deutschen Aktiengesellschaften » *Jahrbücher für national Ökonomie und Statistik*, 1903, t. XXV, p. 1 et suiv. Cf. THALLER : « Amortissements et fonds de réserve », *Annales de Droit commercial*, 1895, page 240 et s.

les risques mêmes auxquels étaient soumis l'entreprise, ont été inutilisables quand la prospérité a disparu (1). C'est pourquoi l'on a souvent proposé d'obliger les entreprises à placer leurs réserves de prévoyance, et par là on visait surtout la réserve légale, en valeurs d'Etat.

Les législateurs de tous les pays, séduits par cette modalité d'emprunt forcé, ont souvent discuté cette mesure. En fait, elle n'a guère abouti. En France, aucun texte n'impose le placement séparé des réserves, la jurisprudence ne l'exige jamais (2), et la pratique des affaires y est opposée. L'investissement dans l'exploitation de tous les bénéfices non-distribués, c'est-à-dire l'application totale de l'autofinancement, présente, en effet, des avantages substantiels. Certes, il est utile de pouvoir disposer de réserves intactes pendant les périodes de crise, mais cette préoccupation de sécurité ne justifie pas le manque à gagner considérable qu'entraîne le placement séparé de ces capitaux. Le remploi dans les immobilisations où le fonds de roulement de l'entreprise peut procurer à celle-ci d'importants bénéfices et aucune affaire ne tient à écarter délibérément une source de profit aussi bon marché.

Chaque société est à même de juger sa situation financière présente et ses possibilités techniques et commerciales. Suivant les conclusions qu'elle en tire, elle investit dans son exploitation une fraction plus ou moins grande des bénéfices retenus par elle, en aménageant ses placements de telle sorte que ces fonds soient disponibles au moment où elle en aura besoin. Certes, il serait parfaitement inexact d'établir une correspondance précise entre les postes de l'actif d'une entreprise et ceux de son passif.

(1) Cf. WARSCHAUER : *Art. précité* (p. 1).

(2) Cf. Cass. Req., 3 avril 1911 (S. 1914, 1, 396). Cass. Req., 24 juillet 1911 (S. 1914, 1, 398).

Les bénéfices qui figurent au passif sous forme de provisions, de réserves, de capital ou d'une autre rubrique se trouvent dans l'actif global. Leur disponibilité est fonction de la liquidité générale de cet actif. Leur existence même dépend de son montant. Mais il n'en demeure pas moins que l'on ne doit pas immobiliser des fonds exigibles dans un délai rapproché, et qu'il est de mauvaise politique d'employer des capitaux non-exigibles à la couverture de besoins financiers à court terme. Ainsi l'investissement dans l'exploitation de bénéfices non-distribués est effectuée en tenant compte de leur destination finale.

Mais, si le placement hors de l'entreprise des bénéfices non-distribués n'est jamais imposé, il peut, néanmoins, exister bien des cas où une telle opération est de bonne politique. Quand l'affaire n'éprouve pas de besoins financiers et qu'elle dispose de fonds excédentaires par suite d'une rétention de gains, elle peut conserver ces capitaux sous forme d'espèces dans ses propres caisses ou les déposer en banque. Elle peut également acheter des actions ou des obligations privées, des valeurs d'Etat ou des titres émis par des collectivités publiques secondaires. Les souscriptions massives de bons du Trésor auxquelles nous assistons aujourd'hui, traduisent l'abondance des capitaux inemployés dont disposent les entreprises. Ne pouvant se financer faute de stocks, elles en sont réduites à placer leurs disponibilités en attendant de pouvoir reprendre une activité normale (1).

Ces acquisitions de titres d'autres sociétés ont pour résultat de développer les liaisons financières entre les entreprises. Il se forme ainsi des groupes d'affaires dont le financement est effectué grâce à la participation de

(1) Cf., page 155.

l'une ou de plusieurs d'entre elles. Dans la mesure où ce groupe est autonome, il y a là un nouvel aspect de l'auto-financement, qui se réalise dans un cadre plus large que celui d'une entreprise isolée. Les conditions d'investissement des fonds se présentent alors sous une autre forme.

§ II. — AUTOFINANCEMENT COLLECTIF

Pour une affaire quelconque, fournir des capitaux à une entreprise étrangère semble réaliser l'antithèse d'un auto-financement. Mais, si l'on considère le groupe d'exploitations à l'intérieur duquel est opéré ce mouvement de fonds, ce procédé financier est simplement élargi sans perdre ses caractéristiques fondamentales. Au lieu que les bénéfices retenus par les différentes affaires membres du groupe soient réinvestis dans les exploitations mêmes où ils ont pris naissance, il suffit maintenant qu'ils servent à alimenter les besoins financiers de cette collectivité d'entreprises. Encore est-il nécessaire que des liens assez étroits existent entre tous ces participants pour que l'on puisse véritablement parler d'une unité financière autonome. Ces liens se présentent d'une manière différente selon que les investissements sont effectués directement d'une entreprise à l'autre ou qu'un organisme annexe sert d'intermédiaire entre elles.

Les participations que prennent directement certaines affaires peuvent avoir des motifs divers. Si elles n'ont pour but que de réaliser un placement temporaire avantageux pour tirer profit de capitaux inutilisés, elles ne constituent pas, à proprement parler, un investissement susceptible de créer une unité financière autonome. Le lien qui résulte de ce placement n'est ni assez étendu ni assez durable pour aboutir à la formation d'un véritable groupe. En fait, il n'y

a guère de critérium applicable à la détermination d'une telle communauté financière.

Les participations prises par une entreprise peuvent lui assurer le contrôle total d'une autre exploitation. « La filiale » qu'elle dirige ainsi forme bien avec elle une unité financière et les bénéfices réinvestis dans l'une ou l'autre affaire sont effectivement la marque d'un autofinancement collectif. Mais la définition des filiales n'est aucunement précise. Le législateur ne s'en est préoccupé qu'à propos du droit fiscal et encore a-t-il agi avec l'opportunisme le plus évident. Les règles multiples et contradictoires qu'il a posées ne cherchent qu'à assurer le maximum de rendement au système d'impôts qui frappe les entreprises (1).

La jurisprudence est uniquement basée sur des appréciations de fait. Les tribunaux évaluent, dans chaque cas qui leur est soumis, le degré de dépendance de l'affaire d'après tous les différents éléments qui peuvent intervenir : capital possédé en majeure partie par une autre entreprise, participation de celle-ci à sa création, intervention dans sa direction, existence de contrats restreignant sa liberté... Les formes de cette subordination sont multiples.

Mais dès qu'elle existe, une nouvelle unité économique se forme à l'intérieur de laquelle les investissements de bénéfices traduisent un véritable autofinancement. Il n'est plus nécessaire que les capitaux restent dans l'entreprise même où ils ont pris naissance ; ils peuvent servir à la couverture des besoins financiers de toutes les exploitations faisant partie du groupe. Par des souscriptions directes à des actions ou à des obligations émises par une affaire, les

(1) Cf. PICARD : « Note sur la définition des filiales » dans « Etudes de droit civil à la mémoire de H. Capitant », page 621, Paris, 1939.

fonds provenant des gains d'une autre entreprise vont s'investir dans son patrimoine.

Dans le monde entier, ces groupements d'exploitations sont devenus l'une des caractéristiques de la structure de l'économie moderne. En France, on en constate l'apparition dans presque toutes les branches de la production (1).

Les entreprises d'électricité sont surtout rassemblées autour des affaires de construction du matériel électrique : Thomson-Houston, la Compagnie Générale d'Electricité et, Schneider sont les trois principaux groupes. Dans l'industrie chimique, les sociétés Saint-Gobain, Kuhlmann, Péchiney, Rhône-Poulenc et l'Air Liquide contrôlent la presque totalité de la production. En métallurgie, les ententes sont nombreuses et renforcées par un très vaste mouvement d'intégration verticale. Les houillères n'ont pu procéder à la création de trusts, car, en vertu d'un décret de 1852, toute fusion doit être autorisée par les pouvoirs publics. Il faut signaler, cependant, que les charbonnages se sont intéressés, ces dernières années, à la production chimique. Dans l'industrie textile, le groupe Gillet-Thaon est de beaucoup le plus puissant. Enfin, les raffineries Say pour l'alimentation, l'Agence Havas et les Messageries Hachette pour l'information, le groupe Coty, les Etablissements du Printemps, de Paris-France et les Galeries Lafayette en ce qui concerne les grands magasins, donnent un aperçu de cette concentration financière des affaires favorables au développement de l'autofinancement collectif.

Ainsi, le financement du groupe peut se poursuivre par des liaisons directes entre ses membres. Mais quand il prend une plus grande extension, un organisme financier intermédiaire peut lui être très utile.

(1) Cf. DENUC : « La structure de l'entreprise », *Revue d'Economie Politique*, janvier-février 1939, page 239.

Ces établissements se présentent sous différentes formes. Dans un groupe très homogène, ils prennent souvent l'aspect d'un service spécial annexé à l'exploitation. Tel est le cas, par exemple, de l'I. G. Farbenindustrie, en Allemagne, qui a adjoint à sa production industrielle un véritable compartiment bancaire destiné à faciliter le financement du trust.

Mais, en général, les groupes préfèrent s'assurer le contrôle d'un établissement financier distinct dont ils se servent pour réaliser toutes leurs opérations communes. La structure de cet organisme intermédiaire est fort variable : banque d'affaires ou société de financement, peu importe. On peut citer, entre autres, l'Union des Mines, la Banque Cotonnière, le Crédit Sucrier, la Banque des Produits Alimentaires et Coloniaux. Les fonds provenant des bénéfices du groupe financent ces établissements qui redistribuent ensuite les capitaux selon les besoins à satisfaire.

Quelquefois, un groupe s'attache deux établissements. Le groupe Schneider, par exemple, s'est assuré le contrôle de la Banque des Pays du Nord et de l'Union Européenne Industrielle et Financière. Cette dualité lui permet d'effectuer sous son contrôle des opérations interdites à une seule affaire, comme le rachat de ses propres actions.

L'intermédiaire financier auquel fait appel le trust peut, d'ailleurs, ne pas être spécialisé uniquement dans les opérations concernant les entreprises affiliées. Il peut jouer un rôle bancaire plus général. Son assise en est affermie. C'est, en effet, une règle primordiale du métier de banquier de diviser les risques encourus et de les répartir sur des éléments aussi divers que possible de manière à assurer une bonne sécurité moyenne. L'équilibre financier d'un organisme spécialisé dans telle ou telle branche économique est plus fragile que celui des établissements dont la clien-

tèle s'étend à différents domaines de la production. De là les nombreuses faillites qu'ont subies ces instruments d'autofinancement collectif quand ils sont restés cantonnés dans la stricte application de cette politique. Au contraire, pour renforcer leur stabilité, ils sont amenés à s'intéresser à d'autres secteurs de l'activité économique et pour accroître leurs gains, ils doivent se livrer à toutes sortes d'opérations bancaires. Il suffit de se reporter à leurs statuts pour voir que, la plupart du temps, une grande liberté leur est laissée à cet égard.

La spécialisation des établissements financiers utilisés par les groupes est donc souvent assez vague. Mais ils n'en demeurent pas moins l'instrument de leur politique d'autofinancement, car ils servent toujours d'intermédiaires entre les affaires disposant de bénéfices excédentaires et les exploitations du même groupe ayant besoin de capitaux. Au lieu d'être opérés par des souscriptions directes d'une entreprise à l'autre, les fonds passent par leur caisse centrale.

L'autofinancement peut encore être envisagé d'une manière beaucoup plus vaste. Quand l'Etat contrôle l'ensemble de la production nationale, il lui est possible de redistribuer aux entreprises une partie ou la totalité des prélèvements effectués sur leurs bénéfices. Il sert alors d'intermédiaire et répartit d'autorité les capitaux dans les secteurs de l'économie qu'il désire développer.

L'Union des Républiques Socialistes Soviétiques a largement appliqué ce système (1). L'organisation bancaire, entièrement contrôlée par l'Etat, a pour rôle de recevoir et de distribuer les crédits budgétaires et les versements des entreprises conformément aux directives des plans quin-

(1) Cf. HUBBARD : « Soviet money and finance », Londres, 1936.

quénnaux. Les affaires industrielles, en particulier, déposent à la Prombank (1) un pourcentage déterminé de leurs bénéfices bruts afin de constituer un « fonds d'amortissement et d'extension » dont l'emploi est strictement réglementé. Le solde des gains disponibles est partagé entre des primes diverses allouées au personnel et une contribution à un « fonds général d'entretien et de développement du capital industriel » destiné à financer cette branche de la production, par l'intermédiaire de la Prombank.

Ainsi l'autofinancement est pratiqué sur le plan national, en Russie soviétique. Il est toujours réalisé d'une manière plus ou moins indirecte, passant par l'intermédiaire de banques d'Etat et même par la filière du budget, de manière à ce que les dirigeants de l'économie puissent orienter et contrôler les investissements. S'agit-il encore d'une véritable forme d'autofinancement ? Les entreprises cherchaient, par ce moyen, à conquérir leur indépendance en s'affranchissant du marché financier. Elles sont tombées, ici, sous la direction exclusive de l'Etat qui ne leur laisse plus aucune liberté. Les ordres du gouvernement sont plus impérieux que les timides volontés des épargnants. Mais si le but de ce procédé financier a changé, il demeure cependant identique dans ses grandes lignes, car il est toujours caractérisé par le réinvestissement dans les exploitations des bénéfices non-distribués. Il montre seulement les aspects différents qu'une méthode de gestion financière peut revêtir dans un pays socialiste ou dans celui dont l'économie est encore attachée aux conceptions traditionnelles du capitalisme.

(1) Prombank est une abréviation pour *Prommyshlenny Bank* ou banque de l'industrie.

La technique de l'autofinancement se présente donc sous des aspects très divers. Les deux conditions qui la définissent sont de portée inégale ; la première, visant l'origine des fonds, est extrêmement stricte : seuls des prélèvements sur les bénéfices peuvent servir à la réalisation de ce procédé financier. Mais la seconde condition ayant trait à l'investissement de ces capitaux rend possibles de nombreuses interprétations : l'utilisation des sommes prélevées sur les gains réalisés peut être effectuée dans le cadre de l'entreprise isolée, d'un groupe d'affaires autonome, ou même de l'ensemble de la production nationale. Toutes ces conceptions, de plus en plus larges, sont admissibles pourvu qu'elles traduisent dans la réalité l'effort autarcique d'une unité économique quelconque.

Dans quelle mesure les entreprises ont-elles recours à ce moyen de financement ? C'est ce qu'il faut maintenant chercher à connaître en groupant les données statistiques disparates et incomplètes dont l'on peut disposer en cette matière.

CHAPITRE II

Synthèse statistique

L'utilité de statistiques exactes et complètes sur le financement des entreprises serait considérable. Pour diriger l'économie, il est indispensable de connaître les ressources financières dont disposent les différentes affaires. Si le montant des sommes qu'elles se procurent auprès des banques ou par des émissions sur les marchés monétaire et financier peut être connu, les capitaux qu'elles retiennent sur leurs bénéfices ne peuvent jamais être déterminés d'une manière précise. Bien plus, l'investissement de ces fonds dans les exploitations elles-mêmes étant incontrôlable, il en résulte qu'il est impossible de chiffrer avec exactitude l'autofinancement effectué par les entreprises. Les renseignements fragmentaires et imprécis dont on dispose en cette matière ne peuvent donner lieu qu'à des évaluations. Celles-ci ne porteront, d'ailleurs, que sur la substance de l'autofinancement, c'est-à-dire sur les bénéfices non-distribués. Nous les examinerons successivement en France et à l'étranger.

SECTION I

L'AUTOFINANCEMENT EN FRANCE

Les données dont on dispose en France sont bien vagues.

Les entreprises sont peu désireuses de divulguer le détail de leurs ressources. Faisant valoir le traditionnel secret des affaires, elles se contentent des publications imposées par la loi, en les falsifiant, d'ailleurs, bien souvent dans le but de soustraire des bénéfices aux prélèvements fiscaux, ou de dissimuler aux actionnaires une situation défavorable et aux concurrents une politique agressive.

Aucun organisme privé ou public ne dispose des pouvoirs d'investigation nécessaires pour mener à bien un travail de cette envergure. Seul le ministère des Finances pourrait réunir la documentation indispensable. Malheureusement, les statistiques fiscales françaises reposent sur des bases différentes de celles qui serviraient à calculer la substance de l'autofinancement. Alors que l'imposition des bénéfices distribués ne vise que les sociétés de capitaux, celle des bénéfices réalisés comprend l'ensemble des entreprises industrielles et commerciales. Toutefois, les évaluations officielles effectuées en 1936, lors de la taxation des réserves, seront ici fort utiles.

Des statistiques fondées sur la valeur boursière des actions peuvent également donner des renseignements intéressants sur les réserves effectuées par les sociétés de capitaux.

Enfin, l'Association nationale des sociétés par actions a publié les résultats d'enquêtes, effectuées par ses soins,

ayant pour but de déterminer les parts respectives du travail, du capital et du Trésor dans le produit brut des sociétés par actions. Au cours de cette étude, plusieurs indications sont fournies sur le financement de ces affaires.

Seules, par conséquent, les réserves des sociétés de capitaux peuvent faire l'objet d'évaluations déjà très incertaines. En ce qui concerne les sociétés de personnes ou les entreprises individuelles, le défaut total de renseignements rend impossible toute recherche.

Ainsi, d'après les données incomplètes dont on dispose, il faut essayer d'évaluer, dans les sociétés par actions, d'une part le stock monétaire représenté par les bénéfices non-distribués, et, d'autre part, le flux de capitaux qui vient chaque année alimenter ce fonds.

§ 1. — LE STOCK DE BÉNÉFICES NON DISTRIBUÉS

Il est possible d'estimer le montant de cette épargne collective pour les sociétés de capitaux d'après la différence entre la valeur nominale des actions et le cours qu'elles atteignent en Bourse. Certes, d'autres causes que l'autofinancement sont à l'origine de cet écart : les cours ne correspondent pas automatiquement à la valeur intrinsèque des titres ; ils résultent de l'offre et de la demande, éléments psychologiques que l'on ne peut enfermer dans aucune formule. Cependant, on peut tirer de ces chiffres une indication utile : en 1913, la marge séparant la valeur nominale des actions cotées en Bourse de leur cours était égale à 12.700 millions (1). En 1937, cette même différence s'élevait à 55 milliards de francs, c'est-à-dire à environ

(1) Cf. LESCURE : « L'épargne en France ». Paris, 1936, p. 67.

8 milliards de francs-or, si l'on tient compte de la dépréciation monétaire survenue depuis cette date. (Cf. détail de cette somme dans le tableau ci-dessous.)

SITUATION DES ACTIONS ADMISES A LA COTE OFFICIELLE
AU 15 OCTOBRE 1937 (1)

	Capital nominal	Capital au cours du 15 oct.
En millions de frs		
Crédit Foncier	375	1.792
Assurances	733	2.168
Banques	4.611	8.986
Canaux	89	16.364
Chémins de Fer (grands réseaux)....	742	1.602
Chemins de Fer et Tramways.....	1.029	1.630
Docks	69	168
Eaux	419	1.738
Electricité	6.805	9.279
Filatures	778	1.257
Gaz	951	2.219
Forges et Fonderies.....	2.739	4.991
Charbonnages	1.995	4.823
Mines métalliques	904	3.793
Pétroles	861	1.044
Phosphates, produits chimiques.....	2.333	8.514
Ports	46	618
Transports	884	748
Alimentation	1.052	6.934
Ardoisières, carrières, ciments	424	754
Grands Magasins	863	969
Imprimeries	375	568
Divers	3.001	6.625
TOTAL	32.078	87.584
DIFFÉRENCE	55.506	

(1) Statistique obligeamment communiquée par la Chambre syndicale des agents de change de Paris.

Des évaluations plus directes sont encore moins favorables. Pour l'exercice 1937, l'Association nationale des sociétés par actions estimait le montant des réserves constituées dans les 260 sociétés atteintes par son enquête, à 28 % du capital investi (1). Appliqué au capital nominal représenté par l'ensemble des valeurs privées admises à la cote officielle, ce pourcentage donnerait un total de 44 milliards (2).

Ce chiffre se trouve, d'ailleurs, confirmé par une évaluation fiscale. Dans l'exposé des motifs du budget de 1937, la matière imposable au titre du prélèvement exceptionnel sur les réserves des sociétés de capitaux figurait pour 40 milliards de francs (3).

La supériorité du montant des évaluations boursières s'explique par le fait que les réserves dites occultes influent sur les cours alors qu'elles ne sont pas prises en considération par les statistiques officielles. Il semble donc que l'on puisse estimer l'ensemble des réserves des sociétés de capitaux à environ 50 milliards de francs 1937.

§ II. — LE FLUX ANNUEL DES BÉNÉFICES NON DISTRIBUÉS

Pour compléter l'évaluation du capital dont disposent les sociétés par actions en vue de leur autofinancement, il est nécessaire de déterminer l'importance du flux annuel qui vient grossir ce stock financier.

On trouve dans l'exposé des motifs du budget de 1937, l'estimation de la matière imposable au titre de la « taxe sur les bénéfices des sociétés de capitaux portés à un

(1) Cf. *Bulletin de l'A.N.S.A.* de février 1939.

(2) Ce capital nominal (actions + obligations) atteignait en effet 156.918 millions au 15 octobre 1937 (Cf. note 1, p. 47).

(3) Cf. Budget général de l'Etat, exercice 1937. Exposé des motifs, page 21.

compte de réserve » (1). Cette matière imposable pour l'exercice 1936 s'élève à 2 milliards, soit 400 millions de francs-or.

Les enquêtes de l'A. N. S. A. montrent les résultats suivants pour les exercices 1932 et 1937 :

DÉVELOPPEMENT DU FINANCEMENT

Au cours de l'exercice :	1932 (126 sociétés)	1937 (260 sociétés)
Le capital s'est accru de.....	+ 2,7 %	+ 1,8 %
La dette obligataire s'est modifiée de.....	+ 8 » % (2)	— 1,23 % (2)
Les réserves ont augmenté de.	+ 6,8 %	+ 0,85 %
L'augmentation totale du financement a été de.....	+ 4,75 %	+ 0,85 %

Si l'on se reporte aux bilans publiés par les sociétés commerciales, il est possible de calculer le montant des bénéfices distribués en déduisant des bénéfices réalisés le total des répartitions opérées. Ce travail a été effectué ici pour 50 grandes entreprises françaises choisies dans divers secteurs de l'économie nationale. (Cf. Graphique I.)

Les résultats obtenus sont plus ou moins intéressants selon le but poursuivi.

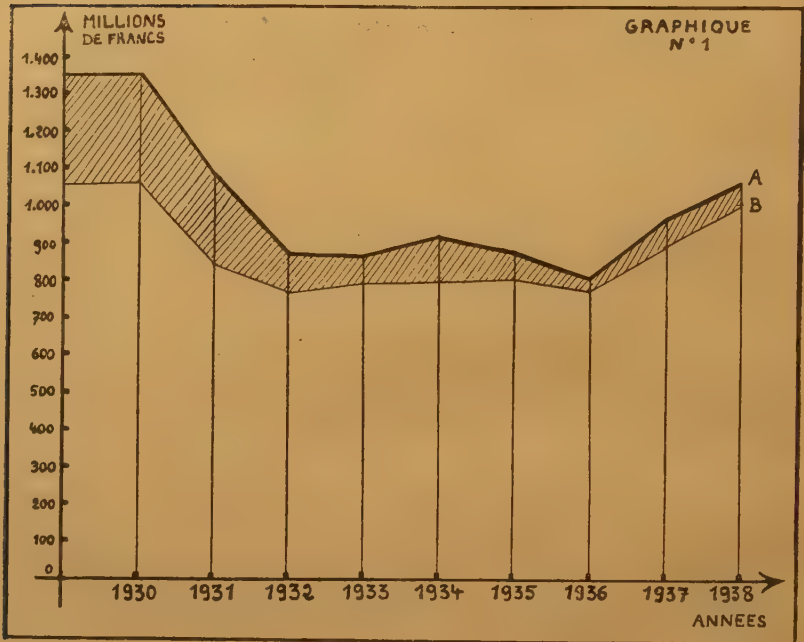
Si l'on recherche une évaluation du montant de l'auto-financement pratiqué par ces 50 sociétés, cette statistique n'a qu'une valeur bien faible car elle est approchée et partielle. Les méthodes comptables employées diffèrent, en effet, selon les entreprises, entraînant des divergences sur le calcul des bénéfices apparemment réalisés

(1) Budget général de l'Etat, exercice 1937. Exposé des motifs, page 21.

(2) Toutes les sociétés n'ont pas une dette obligataire : en 1932, 60 sociétés seulement; en 1937, 118.

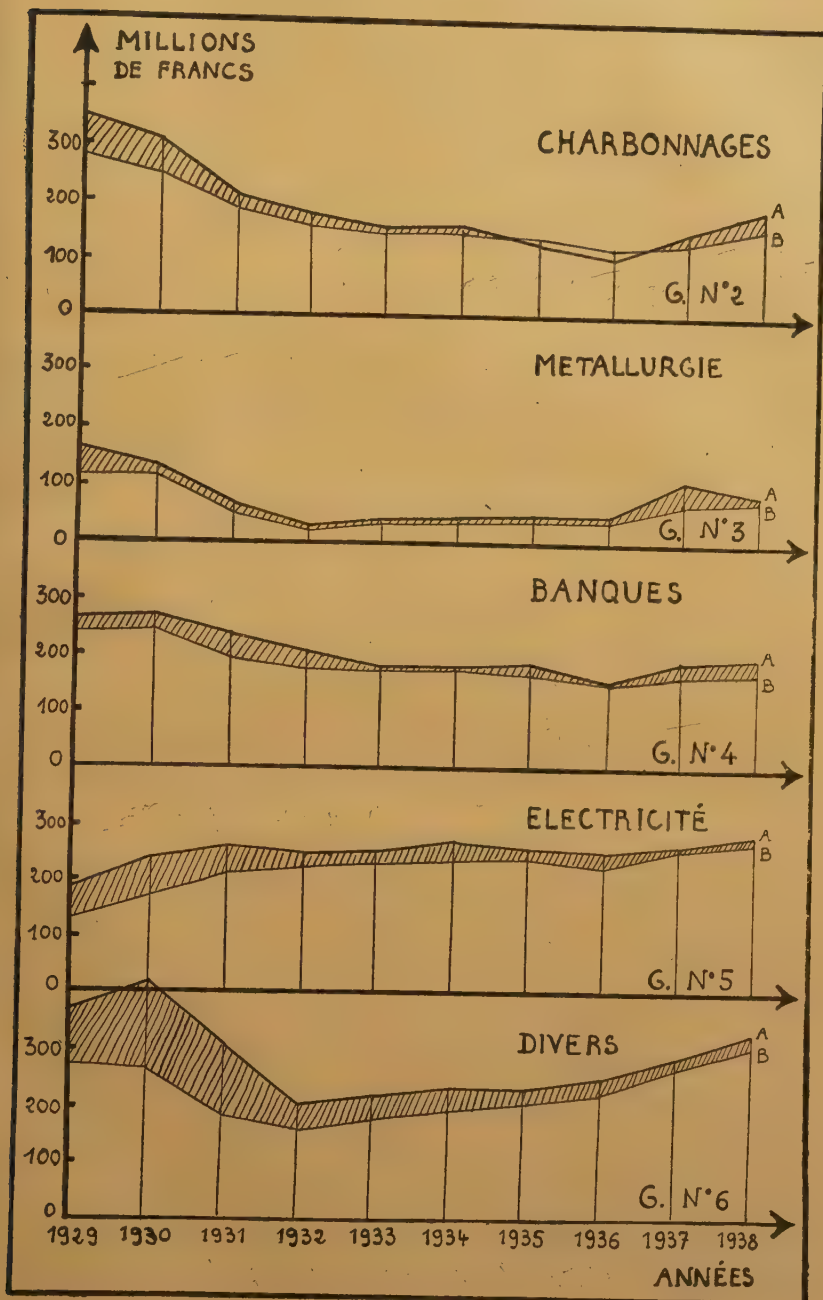
Représentation graphique du montant des bénéfices distribués par 50 Sociétés françaises

(Statistique tirée des chiffres publiés dans l'Annuaire Desfossés)



A) 	Bénéfice net déclaré.	La surface hachurée représente les											
B) 	Bénéfice distribué.	bénéfices non distribués.											
ANNÉE :		1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938		
Bénéfice net déclaré ..		1.341	1.354	1.082	874	872	912	880	808	996	1.077		
— distribué		1.058	1.062	848	773	793	801	807	782	921	1.007		
— non distribué		283	292	234	101	79	111	73	26	75	70		
Bén. non distrib.													
%													
	=	21	21	21	12	9	12	8	3	7	6		
Bénéf. net décl.													

Représentation graphique du montant des bénéfices non distribués
par chaque groupe de 10 Sociétés



A) ——— Bénéfice net déclaré.

B) ——— Bénéfice distribué.

	ANNÉES										
	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938	
						(millions de francs)					
<i>Charbonnages :</i>											
Bénéfices nets déclarés	345	305	214	190	166	169	142	104	154	190	
— distribués	285	258	197	177	164	161	150	126	144	179	
— non distribués	60	47	17	13	2	8	8	22	10	20	
<i>Métallurgie :</i>											
Bénéfices nets déclarés	162	131	62	26	42	45	47	48	109	85	
— distribués	112	112	55	24	37	31	34	46	72	81	
— non distribués	50	19	7	2	5	14	13	2	37	4	
<i>Banques :</i>											
Bénéfices nets déclarés	269	271	238	204	184	186	188	158	186	193	
— distribués	243	245	198	186	182	183	176	157	171	179	
— non distribués	26	26	40	18	2	3	12	1	15	14	
<i>Electricité :</i>											
Bénéfices nets déclarés	191	235	260	250	253	274	264	251	263	286	
— distribués	146	178	213	226	227	234	238	223	260	276	
— non distribués	45	57	47	24	26	40	26	28	3	10	
<i>Divers :</i>											
Bénéfices nets déclarés	374	412	308	204	227	238	239	247	284	323	
— distribués	272	269	185	160	183	192	209	230	274	301	
— non distribués	102	143	123	44	44	46	30	17	10	22	

(Statistique tirée des bilans publiés dans l'Annuaire Desfossés)

ou distribués. On ne peut donc considérer comme d'une parfaite exactitude l'addition de chiffres qui traduisent des réalités différentes. De plus, l'abondance des réserves occultes dans la pratique française rend incomplètes les conclusions tirées des bilans.

Toutefois, si l'on a pour but, non pas de calculer le montant de l'autofinancement effectué par ces affaires, mais de comparer, sur une assez longue période de temps, les variations du recours à cette politique, cette statistique peut fournir des indications utiles.

L'autofinancement, ou du moins les bénéfices non distribués qui en constituent la substance, varient suivant la prospérité des affaires. Quand les gains sont très abondants, les réserves le sont aussi. Cette remarque, parfaitement normale, d'ailleurs, peut être faite dans toutes les branches d'activité qui ont servi de base à cette étude (1). Elle se retrouve donc dans le graphique général qui traduit l'ensemble des résultats obtenus.

Le flux annuel des bénéfices non distribués est donc très variable selon le degré de prospérité des affaires. Il varie du simple au décuple, suivant les gains réalisés dans l'exercice. Evalué officiellement à 2 milliards, en 1936, pour les seules sociétés anonymes, cette source qui alimente l'autofinancement se révèle donc d'une importance considérable.

(1) Cf. Graphiques, n^{os} 2 à 6.

SECTION II

L'AUTOFINANCEMENT A L'ETRANGER

§ 1. — ALLEMAGNE

L'autofinancement en Allemagne a fait l'objet d'une étude récente (1). C'est à elle que sont empruntées les diverses évaluations qui vont suivre.

Examinant tout d'abord le cas des sociétés par actions, l'auteur remarque que c'est pendant les périodes de prospérité économique que les entreprises accroissent leur capital propre, celui-ci comprenant à la fois le capital-actions et les réserves. L'Allemagne qui a connu une activité intense pendant ces dix dernières années, n'a pas échappé à cette règle. Les émissions d'actions, qui étaient tombées, en 1935, à un niveau très bas, puisque inférieur à 200 millions de R. M. par an, ont largement augmenté et peuvent être estimés à environ 4 milliards de R. M. pour l'ensemble de la décade 1930-1940. Il faut remarquer, toutefois, que, dans les dernières années, une grande partie des émissions nouvelles étaient souscrites par d'autres sociétés qui investissaient ainsi leurs bénéfices. Cette forme d'autofinancement collectif a surtout concerné les grandes fondations en commun du plan de 4 ans.

Quant à la substance de l'autofinancement en général provenant des bénéfices non distribués, deuxième source du capital propre, l'auteur l'évalue, pour toute la période

(1) Cf. Friedrich REINHARDT et Max VON ZABERN : « La formation du capital propre dans les entreprises industrielles ». Article paru dans « Probleme und Aufgaben des deutschen Geld und Kreditwesens », volume collectif publié par l'institut allemand pour la science et la pratique bancaires, Berlin, 1942.

1930-1940, à 7 milliards de R. M., valeur représentant le tiers du capital-actions. A l'heure actuelle, ces rétentions de capitaux atteindraient de 1 à 2 milliards de R. M. par an. Les réserves portées aux bilans ont augmenté lentement à partir de 1935, mais elles ne constituent qu'une partie infime des réserves réelles. Ces évaluations reposent sur des statistiques fiscales ; en Allemagne, l'imposition distincte des sociétés fournit, en effet, des bases assez précises pour le calcul des bénéfices non distribués.

Mais pour les sociétés de personnes et les entreprises individuelles, les statistiques font totalement défaut. Utilisant diverses données, telles que les bénéfices réalisés, les dépôts en banque, le chiffre des transactions et le volume de la production industrielle, l'auteur évalue les bénéfices retenus par cette catégorie d'entreprises à une moyenne actuelle de 4 milliards de R. M. par an. L'autofinancement serait donc plus important ici que dans les sociétés de capitaux. Ce phénomène s'expliquerait par le nombre considérable d'entreprises constituées sous cette forme et par le fait qu'elles ne sont pas obligées de distribuer des dividendes, si faibles soient-ils.

Ainsi, en Allemagne, pour l'ensemble des entreprises, l'autofinancement aurait procuré une somme de 30 à 40 milliards de R. M. entre 1930 et 1940.

§ II. — ETATS-UNIS

Les statistiques dont on dispose en cette matière aux Etats-Unis sont déjà anciennes. En 1929, le montant total des réserves de l'ensemble des sociétés anonymes était évalué à 1.400 millions de dollars, soit plus de 7 milliards de francs-or (1). Ce chiffre élevé s'explique par le pourcen-

(1) Chiffre publié par le bureau du Commerce intérieur et extérieur : National income in the U. S., 1929-1935, table 9 : Corporate savings (*Dun's Review*, septembre 1937).

tage important des revenus non-distribués par les entreprises. De 1922 à 1928, les 108 plus grandes sociétés anonymes américaines ont mis en réserve en moyenne plus de 38 % de leurs gains (1).

Ce phénomène d'épargne collective n'est donc pas spécial à la France. Dans tous les grands pays industriels, l'autofinancement des entreprises connaît un large développement. Les chiffres cités ne donnent qu'un ordre de grandeur, mais ils montrent clairement l'importance de ce procédé financier.

(1) Pourcentage calculé d'après les statistiques fournies par M. G. MEANS : « The large corporation in american life », *American Economic Review*, 1931.

II. PARTIE

APPRÉCIATION DE L'AUTOFINANCEMENT

Après avoir décrit la technique de l'autofinancement et l'étendue de son application, il faut en apprécier la mise en œuvre dans le monde économique d'aujourd'hui. Disposant d'un instrument financier dont elles connaissent le mécanisme juridique et comptable, les entreprises doivent déterminer les conditions de son emploi et en juger les conséquences.

La politique d'autofinancement soulève bien des problèmes. Ses causes et ses conséquences, ses avantages ou ses inconvénients, se présentent sous des aspects multiples suivant le point de vue adopté. Pour être à même de porter une appréciation d'ensemble sur ce procédé financier, il est nécessaire d'examiner successivement l'intérêt propre de l'entreprise, puis celui de la collectivité nationale. Sans vouloir marquer, par cette distinction, une opposition de principe entre ces deux mobiles, on doit reconnaître qu'ils sont bien souvent en conflit. Les définir chacun dans leur sphère pourra peut-être contribuer à réaliser l'idéal de leur conciliation future.

CHAPITRE PREMIER

L'Autofinancement dans l'Entreprise

Puisque l'autofinancement consiste à utiliser les bénéfices réalisés pour faire face aux besoins financiers de l'exploitation, il doit être jugé à deux points de vue différents suivant qu'on l'envisage comme un moyen de financement ou comme une opération de non distribution des gains. L'intérêt de l'entreprise et les désirs des ayants-droit aux bénéfices ne sont pas toujours concordants. Ce double aspect du même problème traduit les préoccupations pratiques qui s'imposent aux hommes responsables de la direction des affaires.

SECTION I

L'UTILISATION DES BENEFICES COMME MOYEN DE FINANCEMENT

Si le financement d'une entreprise n'est qu'un moyen destiné à mettre en œuvre ses possibilités techniques et commerciales, il constitue cependant une opération indispensable à son fonctionnement. De sa réussite dépend toute l'activité ultérieure de l'exploitation. C'est pourquoi il faut veiller surtout à sauvegarder l'indépendance de l'affaire et son équilibre financier, sans négliger, toutefois, le coût des capitaux auxquels il est fait appel.

§ 1. — L'AUTOFINANCEMENT
ASSURE L'INDÉPENDANCE DE L'ENTREPRISE

Une entreprise jouit de l'indépendance financière quand elle peut se procurer les fonds dont elle a besoin sans voir restreindre sa liberté d'action dans un domaine quelconque. C'est là l'un des buts principaux de l'autofinancement. Non seulement il permet de réaliser cette indépendance à l'égard des banques, mais encore il libère l'exploitation des conditions imposées par le marché des capitaux.

Le premier de ces avantages est déjà très appréciable. Le système bancaire et l'action de ses animateurs ont été, en effet, fort discutés. Les chefs d'entreprises craignent l'emprise des financiers sur leurs exploitations et ils leur reprochent de suivre une politique souvent nuisible à l'activité économique.

On peut invoquer à cet égard l'exemple de deux grands industriels étrangers, Henry Ford et Emil Rathenaü, qui se sont toujours efforcés, dans la conduite de leurs affaires, de ne pas recourir aux banques. Leur réussite témoigne en leur faveur. « En fondant son œuvre, Rathenaü apprit à connaître à fond le peu de sécurité de la finance pour l'avenir de sa fabrique et cette expérience personnelle le força à construire toutes les entreprises indépendantes des financiers pour ne jamais tomber de nouveau dans leurs chaînes. » (1) Quand à Ford, il déclare lui-même : « Depuis que je suis dans les affaires, je n'ai jamais emprunté, sauf une fois pour racheter les parts qui n'étaient pas aux mains de membres de ma famille. C'est que je ne veux pas

(1) RIEDLER : « Emil Rathenaü und das Werden der Grosswirtschaft », cité par PRUNET : « La politique des réserves dans les sociétés allemandes par actions », *Thèse Paris*, 1919, page 40.

courir le risque de voir la direction de mes affaires tomber en d'autres mains. » (1) Les financiers, en effet, peuvent être tentés de se servir de leurs créances comme d'un moyen de pression sur la direction de l'entreprise pour l'amener à réaliser leurs desseins.

Leur politique financière elle-même peut nuire gravement à l'activité de l'exploitation qui a recouru à leurs services. Beaucoup d'industriels accusent les banques de réclamer le remboursement de leurs avances dès les premiers indices d'une dépression économique et de précipiter ainsi, par cette déflation de crédit, une crise qui aurait pu encore être évitée. Ces griefs contiennent certainement une part de vérité. Les banquiers ont des obligations envers leurs actionnaires et leurs déposants qui les contraignent parfois à des mesures gênantes pour leurs débiteurs. Avec l'autofinancement, aucune difficulté ne surgit en cette matière : les entreprises ne relèvent que d'elles-mêmes, sans avoir à se préoccuper de la politique suivie par les financiers.

Cette indépendance affranchit également les affaires qui l'ont conquise des conditions imposées par le marché des capitaux. Cette liberté est appréciable car elle leur permet de négliger les mouvements généraux de l'offre et de la demande. Les besoins des différentes entreprises coïncident souvent dans le temps et provoquent un resserrement du marché néfaste au financement de chacune d'elle. Les réactions psychologiques des bailleurs de fonds ne facilitent pas toujours les demandes de capitaux : des paniques soudaines, des engouements irraisonnés pour une forme de titres ou une catégorie d'entreprises saisissent la

(1) Henry FORD : « Ma vie et mon œuvre », p. 189, Paris, 1927.

foule des capitalistes. Chaque exploitation subit les contre-coups de ces mouvements boursiers, qu'un petit nombre de spéculateurs suffit à déclencher.

L'autofinancement assure aux affaires qui le pratiquent une complète autonomie. Ni la politique bancaire, ni les fluctuations du marché des capitaux ne peuvent plus les gêner. Malheureusement, le recours à ce procédé financier n'est pas toujours possible : toutes les entreprises ne réalisent pas, au moment voulu, des bénéfices suffisants pour assurer la couverture de leurs besoins financiers. C'est justement dans les périodes difficiles où banquiers et capitalistes refusent leur appui que cette épargne collective perd sa substance. Quand les affaires sont prospères, l'autofinancement est aisément réalisable, mais les appels aux banques ou aux marchés financiers le sont également.

Quoi qu'il en soit, ce moyen de financement, dans la mesure où il est possible, demeure, sans aucun doute, un instrument d'indépendance pour les entreprises qui le mettent en œuvre. Mais encore importe-t-il que leur stabilité financière n'en soit pas atteinte.

§ II. — L'AUTOFINANCEMENT

ASSURE LA STABILITÉ FINANCIÈRE DE L'ENTREPRISE

Le problème de l'équilibre financier d'une affaire se pose sur deux plans différents : d'un côté la trésorerie de l'entreprise doit toujours posséder les disponibilités nécessaires à son fonctionnement normal ; de l'autre, l'actif global doit pouvoir assurer à longue échéance la solvabilité intégrale du passif.

Les besoins de trésorerie sont la conséquence d'une insuffisance du fonds de roulement, insuffisance prévue comme résultant du cycle normal de la production, ou

imprévue par suite d'un changement dans la date ou le montant des mouvements de fonds. Pour y faire face, les entreprises s'adressent généralement à des tiers, par le moyen du crédit commercial ou bancaire. Malgré des inconvénients certains, ces procédés semblent bien adaptés à la couverture des besoins de trésorerie et se révèlent, par conséquent, supérieurs, dans ce domaine, à l'autofinancement dont ce n'est là qu'un rôle accessoire.

Le crédit commercial est le moyen de trésorerie le plus normal. Tous les règlements entre clients et fournisseurs se font, pratiquement, à terme, permettant ainsi d'attendre les rentrées d'argent dues à la vente des marchandises pour payer leur achat ou leur fabrication. Certaines affaires arrivent, grâce à ce procédé, à réduire considérablement leur fonds de roulement.

Mais le crédit commercial repose lui-même sur le crédit bancaire. En effet, ce sont ces établissements financiers qui accordent les avances initiales nécessaires à la création successive des traites ou qui mobilisent leur montant, grâce à des opérations d'escompte. Mais si commode que soit ce financement, il aboutit à la formation d'une dangereuse superposition de crédits. Les fonds déposés dans les banques et qui servent de support à ces avances à court terme, peuvent provenir déjà de crédits accordés par d'autres organismes. Cette multiplication et cet enchevêtrement de moyens financiers aussi fragiles provoquent des suites ininterrompues de faillites quand une crise économique vient détruire l'état d'esprit optimiste sur lequel ils reposent. Faut-il donc préférer l'autofinancement ?

En bonne politique, ce moyen financier doit être réservé à la couverture des besoins à long terme, car les fonds prélevés sur les bénéfices ne sont pas exigibles. Cependant, nous avons vu, au cours de l'étude technique précédente,

que l'on pouvait concevoir une modalité temporaire d'auto-financement correspondant à une augmentation passagère du montant de l'actif entre le moment où un bénéfice a été réalisé et celui où il est distribué, ou bien encore tant que les provisions nouvelles n'ont pas été consommées (1). Ces capitaux se trouvent incorporés au fonds de roulement et contribuent ainsi tout naturellement à couvrir les besoins financiers à court terme. Il suffit d'établir une correspondance exacte entre les diverses échéances pour que soit assuré l'équilibre de la trésorerie. Cette forme d'auto-financement peut garantir une stabilité satisfaisante, mais il n'y a pas nécessairement coïncidence entre les disponibilités ainsi procurées et les besoins à court terme. L'application de ce procédé sera donc fortuite. Le financement normal de la trésorerie est opéré par des recours au crédit.

*
**

La situation est toute différente quand il s'agit d'assurer la solvabilité de l'exploitation dans des opérations à long terme ayant pour but la restauration de l'actif entamé par des pertes ou l'extension du patrimoine de l'entreprise.

Si une exploitation a subi des revers financiers, elle peut décider d'assainir son bilan. Il faut procéder alors à une réduction de capital, dans laquelle les fonds, au lieu d'être distribués aux actionnaires, sont affectés à la réparation de la perte enregistrée. Mais cette opération, si elle a l'avantage de donner à nouveau une belle apparence aux comptes de l'entreprise, ne fait que consacrer l'amputation de l'actif. Si l'on veut rétablir celui-ci à sa valeur initiale, un financement nouveau est nécessaire.

(1) Cf. page 12.

L'appel au marché financier, sous forme d'actions ou d'obligations, réussira ou non, selon le degré de confiance du public dans l'avenir de la société. Les réactions psychologiques des individus sont difficiles à déterminer à l'avance et le danger est grave, en cas d'échec, de compromettre aux yeux de tous les destinées de l'entreprise.

Utiliser l'autofinancement ne semble guère possible car l'exploitation, venant de subir une perte, ne réalise certainement que de faibles bénéfices, à moins que cette perte ne soit le résultat d'un accident étranger au domaine rémunérateur de son activité. De plus, si la perte figure toujours dans les comptes comme élément d'actif, elle est obligatoirement imputée sur le montant des bénéfices effectués et il ne peut s'agir, dans ce cas, d'un autofinancement puisque celui-ci, par définition, n'existe que dans la mesure où des prélèvements sur les bénéfices nets viennent accroître le patrimoine de l'affaire. La restauration de l'actif ne constitue donc pas une modalité d'emploi de ce procédé.

Mais si l'amputation du patrimoine de l'affaire, au lieu d'être déjà subie, est seulement prévue pour un temps plus ou moins éloigné, l'autofinancement peut alors servir efficacement à la réparation de cette perte future par la constitution de réserves nommément désignées ou, plus généralement, par un amortissement financier. Quelle qu'en soit la forme, ce procédé est d'un emploi courant dans les sociétés à actif défectible pour assurer leur équilibre financier à la cessation de leur activité.

Dans ce premier aspect du financement à long terme, les prélèvements sur les bénéfices ont donc un rôle bien précis à tenir. Aussi leur réalisation prête-t-elle peu à discussions. Il n'en va pas de même quand il s'agit, non plus de prévoir un avenir difficile, mais d'augmenter le patrimoine de l'entreprise pour accroître ses moyens d'action.

En cette matière, le recours de l'autofinancement semble présenter, par la souplesse de son application, une certaine supériorité sur les appels aux actionnaires ou aux obligataires. La stabilité financière de l'exploitation ne peut qu'en être améliorée.

Quand une affaire recherche des capitaux pour développer ses possibilités techniques ou commerciales, ses besoins de fonds s'échelonnent généralement sur plusieurs années. Au lieu d'émettre en une seule fois des actions ou des obligations sur la base de prévisions plus ou moins exactes, elle peut recourir à un financement progressif prélevé sur ses bénéfices au fur et à mesure de l'accomplissement des travaux. De plus, dès qu'apparaissent les premiers résultats bénéficiaires, ils permettent d'accroître les investissements dont la source est devenue plus abondante. En sens inverse, si le développement de l'entreprise ne correspond pas à une nécessité économique, le risque financier couru par l'affaire est limité aux sommes dépensées, les autres fonds pouvant être aisément répartis entre les actionnaires à titre de dividendes. La distribution facile des réserves évite le danger de surcapitalisation qui a causé la ruine de nombreuses entreprises. Le remboursement anticipé d'emprunts trop importants ou la réduction d'un capital social disproportionné avec l'activité de la société, sont des opérations beaucoup plus complexes que cet abandon de l'autofinancement. Quels que soient les assouplissements que l'on ait essayé d'apporter à ces deux procédés financiers tels que les clauses de libération progressive imposées aux souscripteurs, ils constituent une certaine cristallisation du passif nuisible à l'entreprise. Cet inconvénient est peut-être encore plus net sur le plan psychologique. Alors que l'autofinancement peut être manipulé secrètement, les émissions opérées sur le marché finan-

cier nécessitent une publicité qui se retourne contre l'affaire si des difficultés ultérieures viennent compromettre son avenir.

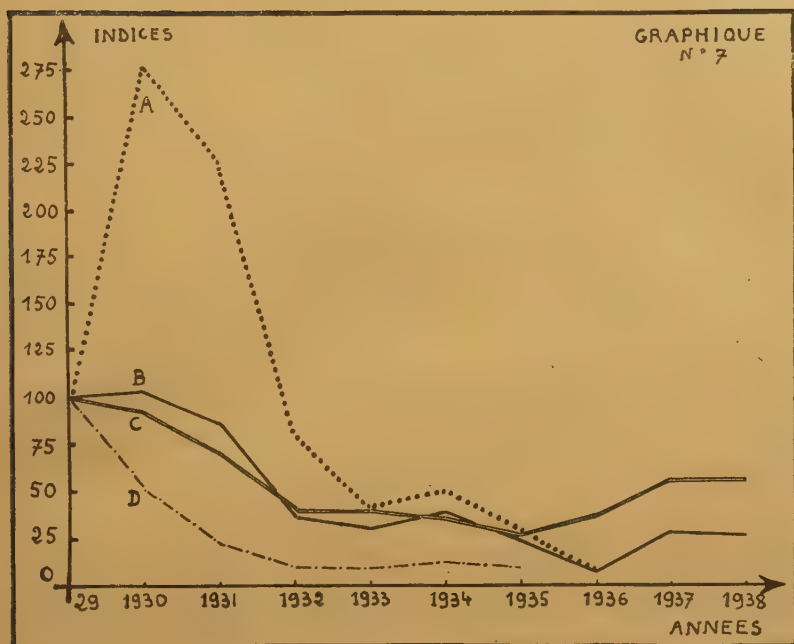
Mais si la souplesse de l'autofinancement est incontestable, elle est cependant contenue dans certaines limites qui réduisent sa portée. Les capitaux prélevés chaque année ne peuvent, en effet, dépasser le montant des bénéfices réalisés pendant cette période.

Cette condition primordiale est particulièrement gênante au début du développement de l'exploitation. Si l'autofinancement s'alimente lui-même peu à peu, encore faut-il qu'il existe un revenu initial suffisamment abondant pour couvrir les investissements nécessaires. Même par la suite, l'irrégularité des résultats de chaque exercice peut empêcher la réalisation des plans prévus et nuire, par conséquent, à la stabilité financière de l'entreprise. Fort heureusement, ce sont pendant les années de prospérité qu'apparaissent les besoins de capitaux les plus importants ; les gains sont alors assez substantiels pour permettre d'y faire face. Durant les périodes de stagnation économique, les affaires se replient sur elles-mêmes, compriment leurs frais et n'ont que de faibles besoins financiers. Les statistiques du montant des bénéfices non distribués montrent bien ce caractère cyclique de l'autofinancement consécutif aux phases de la conjoncture (1). La souplesse de ce système est donc assez grande puisque les conditions qui en limitent l'application se modifient dans le même sens que les demandes qu'il doit satisfaire.

Toutefois, il faut observer que ces capitaux sont fournis grâce à l'activité au financement de laquelle ils auraient été nécessaires. La représentation graphique des bénéfices non

(1) Cf. Graphique n° 7.

Comparaison des émissions d'actions et d'obligations
et des bénéfices non distribués
par rapport à l'activité économique



ANNÉES	C) Indice de conjoncture	B) Indice des bénéfices non distribués	D) Indice des émissions d'actions	A) Indice des émissions d'obligations
1929 :	100	283 = 100	610 = 100	531 = 100
1930 :	90	292 = 103	312 = 51	1.459 = 275
1931 :	70	234 = 83	134 = 22	1.196 = 225
1932 :	40	101 = 36	65 = 11	423 = 80
1933 :	40	79 = 28	59 = 9	221 = 41
1934 :	34	111 = 39	71 = 12	259 = 49
1935 :	26	73 = 26	65 = 11	155 = 9
1936 :	36	26 = 9	—	—
1937 :	58	75 = 27	—	—
1938 :	58	70 = 25	—	—

Combinaison des statistiques des prix de gros, de la production industrielle et des wagons chargés

Bénéf. annuels non distribués dans 50 Sociétés françaises

Moy. annuelle en millions, non comprises les émissions des collectivités publiques, des chemins de fer et des sociétés nouvelles.

(Annuaire Desfossés)

distribués traduit un décalage d'une année sur l'évolution de la conjoncture. Ce retard doit être compensé par des appels au crédit. Les avances ainsi obtenues permettront de provoquer le renouveau de prospérité donnant naissance aux gains et à l'autofinancement qui rendra possible le remboursement des fonds empruntés. Par conséquent, mises à part les difficultés du démarrage, cette technique doit assurer convenablement l'équilibre financier de l'exploitation.

Mais il serait erroné d'en déduire que toutes les entreprises qui se sont procuré des fonds par ce procédé se trouvent dans une situation brillante. Celle-ci dépend de la manière dont a été employé le capital ainsi amassé. Les richesses comptables que traduisent les **bilans peuvent** s'avérer des réalités bien pauvres. Les réserves sont investies dans l'actif global et valent ce que vaut cet actif. Si le patrimoine de l'entreprise a subi des pertes quelconques qui rendent exagérée son estimation comptable antérieure, le passif doit diminuer dans la même proportion. Quand les fonds apportés par l'autofinancement ont été employés à créer des participations douteuses ou à développer l'exploitation d'une manière disproportionnée à ses possibilités techniques ou commerciales, l'équilibre financier de l'entreprise sera ruiné quand bien même la technique du financement aurait été parfaite. Produit normal d'une activité économique croissante, ce procédé ouvre, au contraire, un avenir brillant à l'affaire qui le met en œuvre. L'autofinancement est un moyen de se procurer des capitaux, un bon moyen, même dans la plupart des cas, mais sans plus. Les résultats obtenus ne dépendent pas uniquement des moyens appliqués.

§ III. — L'AUTOFINANCEMENT
EST UN PROCÉDÉ MOINS ONÉREUX QUE LES AUTRES

Si importants que soient l'indépendance et l'équilibre des finances de l'entreprise, il est encore un point qui n'est pas négligeable, bien que ses répercussions soient beaucoup moins dangereuses : il s'agit du coût du financement, comprenant à la fois la rémunération des capitaux fournis et tous les frais de l'opération.

Dès que l'on aborde cette question, on remarque immédiatement que l'autofinancement poursuit la constitution d'un capital non rémunéré et, par conséquent, ne forme pas une charge permanente pour les finances de l'entreprise. Les réserves, qu'elles soient occultes ou apparentes, n'entraînent généralement le versement d'aucun intérêt ou dividende spécial aux actionnaires. Les bénéfices s'en trouvent donc accrus d'autant et permettent ainsi d'augmenter les prélèvements effectués. Le rendement apparent de l'affaire demeure inchangé si l'on maintient au même taux les distributions faites aux actionnaires, car le capital nominal ne varie pas. Certains auteurs ont même retourné cet argument contre la politique d'autofinancement, en indiquant que cette stabilité facile des dividendes détruirait le dynamisme des dirigeants de la société : ceux-ci ne se préoccuperaient plus de rechercher des perfectionnements techniques ou commerciaux pour améliorer la rémunération des actions, alors qu'en réalité cette rémunération serait extrêmement faible par rapport à l'importance des capitaux mis en réserve. Il est vrai que de nombreuses sociétés ne doivent leur prospérité qu'à l'importance des fonds dont elles disposent gratuitement. Si, pour une raison quelconque, ces ressources doivent être remplacées par un capital payant, le déficit et la faillite de l'affaire en sont

souvent la conséquence. Pour tenir compte de la détermination des prix de revient, des avantages procurés par la disposition peu onéreuse de ces fonds, certains chefs d'entreprise ont été amenés à inscrire dans leurs frais généraux des intérêts fictifs qui rétablissent des conditions normales d'exploitation et dont le montant vient accroître les réserves déjà constituées.

Mais cet intérêt n'est pas toujours capitalisé. Il peut être aussi réellement versé aux actionnaires pour les inciter à consentir à la poursuite d'une politique d'autofinancement. Dans ce cas, la société ne dispose évidemment plus d'un capital gratuit. Elle est grevée d'une véritable charge sociale qu'elle doit rémunérer même en l'absence de bénéfice, à moins que cette clause n'ait seulement pour but d'avantager les actionnaires dans la répartition des gains en contre-partie des sacrifices qui leur ont été demandés. Quoi qu'il en soit, ces stipulations sont assez rares et l'autofinancement ne représente généralement pas une charge pour les finances de l'entreprise. Les autres moyens de financement, au contraire, qu'il s'agisse d'actions ou d'emprunts quelconques, doivent être rémunérés.

Dès que l'entreprise a réalisé un bénéfice, les associés, considérés dans leur ensemble, y ont droit. Leur assemblée ordinaire décide la répartition à effectuer, conformément aux prescriptions des statuts. En principe, les actionnaires ne doivent recevoir qu'un dividende, c'est-à-dire une part du solde net de l'exercice. L'entreprise n'est pas juridiquement obligée de distribuer les gains enregistrés, mais, comme ce sont les bénéficiaires eux-mêmes qui ont à se prononcer en cette matière, la rémunération des actions est pratiquement assurée tant que la situation est prospère. Cependant, à en juger par les réclamations nom-

breuses des actionnaires, ces dividendes ne constitueraient qu'une faible charge pour les sociétés qui disposeraient ainsi, à bon compte, d'un capital important. Mais le pacte social prévoit souvent l'attribution aux actions d'un « intérêt » calculé sur les sommes réellement versées par les actionnaires. Quand ce pourcentage n'est prélevé que sur les bénéfices, il ne s'agit là que d'un premier dividende modifiant seulement la répartition ordinaire des gains. Mais s'il est versé aux associés en tout état de cause, il représente alors véritablement une charge sociale qui doit être imputée aux frais généraux de l'exploitation au même titre que la rémunération des emprunts. Sans examiner la légalité d'une telle mesure, il faut reconnaître qu'elle pèse lourdement sur les finances de l'entreprise.

Quant à l'intérêt qui est dû aux bailleurs de fonds à raison des sommes empruntées, il constitue toujours une charge que l'affaire doit supporter quelle que soit sa situation. Les entreprises qui ont recouru à cette forme de financement doivent en tenir compte et il est particulièrement significatif de constater que le montant des titres émis varie en raison inverse du taux de l'intérêt. La même remarque est à faire pour les crédits en banque qui sont, en général, fort onéreux. C'est là une source de fonds très pratique, mais dont le prix élevé détourne bien des entreprises.

On voit par là toute l'importance que revêt le coût des capitaux fournis et combien l'autofinancement est avantageux.

Mais la rémunération des capitaux ne constitue pas, à elle seule, le coût total du financement. Cette opération entraîne également des frais divers dont les plus élevés sont

constitués par les impôts qui pèsent lourdement sur les finances des sociétés.

Des droits de timbre atteignent, en effet, les émissions de tous les titres négociables à la Bourse des valeurs. Ces droits sont assis sur la valeur nominale, à laquelle doit être ajoutée, s'il y a lieu, la prime d'émission pour les actions ou la prime de remboursement pour les obligations. Le tarif est assez élevé : il est de 4,40 % pour les obligations et les actions des sociétés dont la durée dépasse dix années. Il est réduit de moitié pour les actions des sociétés dont la durée n'excède pas ce délai. Le plus souvent cette imposition est remplacée par un abonnement de 0,20 % payable annuellement. Le montant en est alors régulièrement acquitté, en ce qui concerne les actions, pendant toute l'existence de l'entreprise, sauf en période de liquidation ou d'improductivité, et, pour les obligations, tant que leur montant n'est pas totalement amorti et dans la proportion même de cet amortissement.

Les émissions d'actions sont également frappées par des droits d'enregistrement, quelle que soit la forme juridique de la société qui y procède : sociétés de personnes ou de capitaux ou même simples associations en participation. Le taux est de 3,25 % du montant net des sommes versées ; on applique un demi-tarif si ces fonds n'ont pour but que de reconstituer le capital entamé par des pertes. Quant aux bulletins de souscription, ils supportent un timbre fixe de 6 francs.

L'autofinancement évite la perception de ces impôts, car les réserves sont constituées par le jeu d'une simple écriture dans les livres de la société, sans aucune émission de titres. Cependant, en 1936, devant les besoins pressants du Trésor public, le législateur établit un double impôt sur les réserves des sociétés : d'une part, une taxe perma-

nente de 4 % sur les bénéfices non distribués, et, d'autre part, un prélèvement exceptionnel de 2 % sur le montant des réserves apparaissant aux bilans de l'exercice 1935. C'était là grever fortement l'autofinancement dans la mesure où il avait été fidèlement traduit dans la comptabilité. Il suffit de savoir que cette fiscalité a été supprimée lors de la codification des impôts directs, intervenue le 13 janvier 1941 et que, par conséquent, les réserves sont affranchies, à l'heure actuelle, de toute imposition (1).

L'autofinancement décharge donc les entreprises du poids très lourd des taxes frappant les diverses émissions de valeurs mobilières. Bien plus, si l'on considère que ces émissions sont souscrites par les capitalistes, grâce aux revenus qui leur ont été distribués auparavant par ces mêmes sociétés, le stoppage à la source de ces fonds, c'est-à-dire leur non-distribution, évite des prélèvements fiscaux encore plus importants.

L'impôt sur le revenu des valeurs mobilières atteint, en effet, 30 % du montant des sommes mises en distribution, quelle que soit la forme juridique du titre qui y donne droit. L'impôt général sur le revenu vient encore ajouter à cette charge, déjà considérable, un prélèvement progressif de 1 à 70 %. En supposant que les actionnaires de la société ont un revenu taxable moyen de 50.000 francs, leur cote s'élèvera à 3 % de ce montant. Le poids de la contribution nationale extraordinaire et de la taxe de compensation familiale peut être évalué, en moyenne, à 2 % du revenu global. Ainsi, par le jeu de ces taxations successives, le revenu distribué par la société s'est trouvé amputé de 35 %. On voit tout l'intérêt que présente l'autofinancement en évitant ces prélèvements.

(1) Cf. page 135.

Mais d'autres frais que les charges fiscales viennent encore augmenter le coût des opérations de financement par appel au public. La fabrication matérielle des titres et les manipulations nécessaires pour mener à bien une émission quelconque sont évaluées, à l'heure actuelle, à environ 1 franc par coupure. La rémunération du banquier, par les services duquel on passe le plus souvent, est fixée, en principe, en ce qui concerne les actions, au tarif de 2,25 % pour l'usage des guichets, auquel s'ajoute généralement 1,50 % pour la portion de capital prise ferme à son compte. Pour les obligations, les frais de banque s'élèvent à 4 % environ, toutes garanties comprises. Le coût de la publicité, imposée par la loi et décidée par l'entreprise, peut atteindre une dizaine de mille francs. Les honoraires du notaire, dont le concours est obligatoire pour les augmentations de capital, varient selon l'importance de la cour d'appel dans le ressort de laquelle se trouve l'étude. A Paris, ces honoraires représentent environ 35 centimes pour 100 francs de capital souscrit. La multiplicité de ces frais finit par peser lourdement sur ces modalités de financement.

On peut calculer la perte évitée par la mise en réserve directe du capital dont la société a besoin. Cette perte correspond à environ 42 % des fonds mis initialement en distribution, c'est-à-dire que sur un bénéfice net de 10 millions, réparti sous forme de dividendes, l'affaire ne peut récupérer par une augmentation de capital, entourée de toutes les meilleures garanties, qu'une somme inférieure à 6 millions (1).

(1) Voici comment se répartissent ces charges sur les 10 millions mis en distribution par la Société :

Prélèvements fiscaux lors de la distribution de ces 10 millions :

Impôt sur revenu des V. M. (25 %) + 5 % de
surtaxe, soit 3.000.000 frs

L'autofinancement apparaît ainsi comme extrêmement avantageux. Le coût des émissions d'actions ou d'obligations, les dividendes ou intérêts à verser aux capitaux sous-crits par ces procédés, représentent des sommes considérables. Ces frais peuvent être évités, en totalité ou en partie, par des mises en réserve judicieuses. Dans ce domaine encore, la supériorité de ce système est évidente.

A considérer l'exploitation en elle-même comme une entité économique autonome, la mise en œuvre persévérante d'une technique de non distribution des bénéfices est une cause de prospérité. Indépendance, stabilité financière, économies, tels sont les avantages indéniables de cette politique. Les chefs d'entreprise ne peuvent que les reconnaître et en rechercher l'application. Mais les sociétés qu'ils dirigent ne constituent pas des fins en elles-mêmes ; elles ont été fondées par des individus qui désirent en retirer un légitime profit. L'emploi normal des gains est d'être distribués aux associés, et non d'être conservés dans l'affaire. Par là, c'est toute la politique d'autofinancement qui est remise en question.

Impôt général et taxes sup. (environ 5 % du solde en moyenne), soit.....	350.000 »
--	-----------

Prélèvements fiscaux lors de l'émission nouvelle de 66.500 actions de 100 francs :

Timbre + enregistrement (7,75 %) environ..	515.000 »
Timbre sur bulletins de souscription (6 frs) en supposant 2.000 actionnaires.....	12.000 »

Frais divers :

Frais matériels	71.000 »
Banquier	260.000 »
Notaire, publicité	10.000 »

soit au total : 4.208.000 frs de déchet sur les 10 millions initiaux, dont 3.877.000 francs prélevés par l'Etat.

SECTION II

LA NON-DISTRIBUTION DES BÉNÉFICES AUX AYANTS-DROIT

Utiliser les bénéfices d'une entreprise comme moyen de financement présente, nous l'avons vu, bien des avantages. C'est là une politique salubre dans presque toute gestion financière. Mais, comme les capitaux employés à cette fin auraient dû être distribués aux diverses personnes intéressées aux bénéfices, il est fort probable que celles-ci s'opposeront à la mise en œuvre d'une technique qui semble les frustrer d'un gain légitime, ou, du moins, essaieront-elles d'en restreindre l'application au strict minimum: Si bien que l'autofinancement risque de demeurer un instrument théorique inutilisé dans la pratique des affaires.

Dans les sociétés de capitaux, seul cas où les intérêts en présence soient nettement différenciés, trois catégories d'individus sont intéressées à la répartition des bénéfices réalisés. Le premier groupe comprend tous les actionnaires, quels que soient les droits particuliers attachés à leurs titres. Le second est constitué par les autres intéressés aux bénéfices: administrateurs, porteurs de parts de fondateurs et tous les participants aux gains à un titre quelconque. Les créanciers sociaux composent le troisième groupe: ils n'ont directement aucune participation aux gains de l'entreprise, mais la répartition de ceux-ci les intéresse car toute somme d'argent non distribuée vient accroître le patrimoine de l'entreprise et, par conséquent, leur gage. Cependant, puisque ces créanciers ne sont que des tiers, ils n'ont aucun droit à faire valoir au sein des assemblées délibérant en cette matière, sauf en ce qui concerne la mise en réserve prévue par la loi pour renforcer leurs garanties.

Ils seraient, d'ailleurs, toujours d'accord pour la poursuite d'une politique d'autofinancement consolidant leurs droits sans leur rien coûter. **Au contraire, les actionnaires** ou les autres personnes intéressées directement à la répartition des bénéfices soulèvent souvent des objections, car, ainsi que nous l'avons vu au cours de l'étude technique précédente, la non distribution des gains se heurte à l'un de leurs droits les plus absolus. Ils peuvent donc s'opposer à la mise en œuvre de ce procédé de financement, mais est-ce là leur intérêt ?

§ I. — L'INTÉRÊT DES ACTIONNAIRES

C'est surtout à l'égard des actionnaires que l'importance de ce problème apparaît nettement. Appelés à choisir dans leurs assemblées générales la politique financière que suivra leur société, il est nécessaire **qu'ils aient une** juste opinion de leurs intérêts propres, aussi bien dans le cas où ils sont tous sur un pied d'égalité, que dans celui où un mode de répartition plus complexe a été prévu.

Si l'on considère l'ensemble des actionnaires dans une société où aucun privilège n'a été octroyé à **une fraction** d'entre eux, il est évident que la **mise en réserve, apparente** ou occulte, d'une partie des bénéfices diminue d'une manière égale le dividende qui est distribué à chacun d'eux. Mais, quand on ne limite pas la question aux répartitions immédiates, cette amputation présente de leurs ressources semble largement compensée dans l'avenir par l'accroissement de leur capital et de leurs revenus.

En effet, les sommes qui ne leur ont pas été versées sont venues augmenter le patrimoine social et leur seront restituées lors de sa dissolution. Ils ne sont donc pas privés de

leurs fonds à titre définitif, mais ceux-ci ont simplement été épargnés d'une manière collective par un véritable « stoppage à la source ». La diminution de leurs revenus a pour corollaire l'accroissement de leur capital.

Ce capital, cependant, risque de leur échapper avant qu'ils ne puissent se l'approprier individuellement. Quand les finances nationales sont dans une trop mauvaise situation, l'Etat prélève parfois une part de ces richesses pour faire face à ses besoins les plus pressants. Une crise économique, une gestion défectueuse peuvent entraîner des pertes qui réduisent d'autant les réserves accumulées pendant les exercices bénéficiaires. Par leur nature même, certaines entreprises sont exposées à ne pouvoir distribuer, en fin d'exploitation, qu'une fraction infime des capitaux investis. L'actionnaire n'est donc jamais certain d'avoir un jour à sa disposition personnelle le montant de cette épargne collective.

Un moyen s'offre à lui, cependant, pour la récupérer avant la date lointaine de la dissolution de la société : il consiste à vendre son titre, transférant ainsi son épargne au nom d'une autre personne. Les cours tiennent compte, en effet, de l'autofinancement pratiqué par les entreprises. Il est parfaitement normal que le prix des actions d'une société qui capitalise régulièrement une partie de ses revenus aille en s'augmentant (1). Dans la plupart des cas, cette hausse sera même supérieure au montant des fonds mis

(1) Les dixièmes des centièmes d'actions de 1.000 francs émises en 1852 par la Compagnie des Mines de Bruay cotent aujourd'hui plus de 360 francs, soit plus de 18 fois leur valeur nominale en moins d'un siècle si l'on évalue le coefficient de dépréciation monétaire à $1/20$. En 1913, la valeur nominale de toutes les actions cotées en Bourse était égale à 10.400 millions et le total des cours correspondant s'élevait à 23.100 millions. (Cf. LESCURE: « L'épargne en France », Paris, 1936, page 67.)

en réserve, car les tendances psychologiques du public sont favorables à la poursuite d'une telle politique qu'il juge, en général, particulièrement heureuse pour le développement de l'exploitation et dont il escompte un supplément de revenus dans l'avenir. Par conséquent, si un actionnaire ne désire pas laisser dans la société des sommes trop importantes, il a la faculté de négocier avantageusement son titre sur le marché.

Toutefois, cette opération n'est pas exempte d'inconvénients. Le possesseur d'une seule action ne peut céder séparément la fraction de capital correspondant à l'autofinancement réalisé. Il doit quitter la société, ou renoncer à bénéficier de cette hausse de son capital. Seuls, les détenteurs de nombreux titres pourront proportionner leurs ventes au montant des fonds non distribués. Le fractionnement des coupures, auquel procèdent souvent les entreprises en pareil cas, facilite cet agencement compliqué des portefeuilles individuels.

Il ne faut pas perdre de vue, cependant, qu'au fur et à mesure que diminue le nombre des titres, le montant des revenus distribués s'amenuise, puisqu'il est proportionnel au nombre d'actions et non à leur cotation boursière.

Au point de vue fiscal, l'actionnaire qui réalise son revenu en Bourse, évite de payer l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières assis sur les dividendes distribués. Mais d'autres charges viennent pénaliser assez lourdement ces négociations : impôt sur les opérations de bourse de 0,11 % du prix de cession et surtout taxe exceptionnelle sur les plus-values boursières qui reprend 20 % de la différence entre le prix brut de l'aliénation et celui de l'achat majoré de 5 % (1). C'est là une obligation sévère, mais destinée uni-

(1) Loi du 15 mars 1941 modifiée par la loi du 28 juillet 1941.

quement à diminuer les gains spéculatifs, car des dispositions légales exonèrent les valeurs mobilières acquises plus d'un an avant la vente en question, ou souscrites lors d'une augmentation de capital, ou bien encore reçues par voie successorale. Les actionnaires stables, intéressés de longue date dans la société, ne sont donc pas atteints par cet impôt et peuvent toucher, dans la mesure des titres qu'ils détiennent, la presque totalité d'une épargne qu'ils ne désirent pas investir dans cette voie.

Si la mise en réserve a été effectuée d'une manière occulte, il est difficile d'en prévoir l'effet sur le cours des actions de la société. Le public peut ignorer cette politique ou, au contraire, en exagérer l'importance. Les actionnaires sont soumis à tous les aléas de ces réactions psychologiques. Leur capital diminue ou s'accroît selon la défiance ou l'optimisme des milieux boursiers.

D'une manière générale, cependant, quand on a des preuves certaines de l'autofinancement pratiqué par une entreprise, les titres de celle-ci atteignent des cotes élevées, assurant aux associés un gain substantiel qui compense largement les sacrifices consentis sur leurs dividendes. Il est intéressant, à cet égard, de se reporter à une communication faite en 1923 à la Société d'Economie Politique, démontrant combien les actionnaires avaient intérêt à cette modalité d'épargne collective (1). L'auteur compare ce que sont devenues, entre 1900 et 1910, période de stabilité monétaire, deux sommes de 100.000 francs placées, l'une dans la Société française des Mines de Lens, l'autre dans les charbonnages allemands de Harpen. Ces deux entreprises ont

(1) Exposé de M. HACAULT. On trouvera un excellent résumé de cette communication dans JEANNIN : « La vie financière des sociétés d'après l'étude des statuts et des bilans », Paris, 1929, page 170.

des exploitations à peu près identiques, mais leur politique financière diffère notablement. Lens recourt à l'autofinancement ; Harpen, au contraire, distribue à peu près l'intégralité de ses bénéfices et procède à de nombreuses augmentations de capital (1). Les 100.000 francs, investis, en 1900, dans la société française en 133 centièmes d'actions au cours moyen de 750 francs, ont donné, en dix ans, un revenu de 44.152 fr. 50, soit, annuellement, 4,41 % du capital engagé. Placée dans les charbonnages allemands en 66 coupures de 600 marks chacune, valant en moyenne 1.500 francs, cette même somme a fourni, pendant la même période, 51.224 francs de dividendes, correspondant à un rendement annuel de 5,12 %, supérieur, par conséquent, à celui des Mines de Lens. La politique constante d'autofinancement, suivie par cette dernière société, a donc nettement diminué les distributions faites à ses actionnaires. Mais ceux-ci sont largement dédommagés par l'accroissement de leur capital : en 1910, le centième d'action Lens cote 1.200 francs, soit une plus-value de 59.600 francs sur l'ensemble des 133 coupures en question. Cette plus-value, additionnée au revenu distribué, donne un gain total de 103.752 fr. 50, équivalant à un rendement supérieur à 10 %. Les titres de Harpen, par contre, sont tombés, en 1910, à 1.200 francs, entraînant une perte de 19.800 francs sur le capital investi dans cette affaire. Mais la vente des droits de souscription lors des diverses augmentations de capital effectuées pendant ces dix années, peut compenser à peu près cette moins-value. De toute manière, le taux de rendement annuel des actions des Charbonnages de

(1) Le capital de cette société était en 1900 de 52 millions de marks. Il a été porté en 1902 à 60 millions, en 1904 à 70 millions, en 1905 à 72,2 millions, en 1908 à 80 millions et à 85 millions en 1909 (*Annuaire Desfossés*, 1936).

Harpen est inférieur à 6 %, soit 4 % de moins que les titres de la société française qui a pratiqué un large autofinancement. On voit ainsi l'avantage considérable que représente pour les actionnaires eux-mêmes une politique financière du genre de celle des Mines de Lens, influençant favorablement le public et se traduisant automatiquement sur les cours. Les gains en capital qu'elle procure compensent les diminutions passagères des revenus distribués. Toutes ces mesures sont orientées vers l'avenir et les associés en attendent les fruits avec confiance. C'est qu'en renforçant son patrimoine, cette affaire s'est dotée également de moyens financiers lui permettant d'accroître ses bénéfices et, par conséquent, les dividendes futurs à répartir.

Cette espérance est justement fondée. L'emploi approprié d'un capital non rémunéré est un avantage considérable pour une entreprise. Le développement de la puissance technique ou commerciale qui en résulte, doit se traduire normalement par un gain supplémentaire. Cet accroissement du revenu social profite directement aux actionnaires, à la condition, toutefois, que le montant des distributions soit augmenté dans la même mesure, c'est-à-dire que cette politique d'extension ne soit pas indéfiniment poursuivie. Or, il faut reconnaître que, très souvent, les sociétés qui ont recours à ce procédé financier se contentent de maintenir identique le taux de rendement de leur capital nominal et réinvestissent des sommes de plus en plus importantes. En effet, l'exemple de Lens entre 1900 et 1910 ne nous montre guère une élévation des dividendes. Plus récemment, au cours de ces quinze dernières années, le Crédit Lyonnais a maintenu invariablement ses répartitions à 100 francs par action, malgré la non-distribution avouée de plus de 45 millions de bénéfices. Pour que les actionnaires ressentent directement, dans l'augmentation

régulière de leurs revenus, les avantages de l'autofinancement, il suffirait de maintenir celui-ci à un pourcentage à peu près constant du bénéfice, tandis qu'il absorbe tous les gains excédant le chiffre immuable des capitaux répartis. La part des associés pourrait ainsi être accrue dans la mesure même des sommes qui sont conservées dans l'exploitation.

Quoi qu'il en soit, la pratique des affaires semble différente et ce sont surtout les avantages en capital qui dédommagent les titulaires des maigres dividendes, conséquence ordinaire de cette politique.

C'est pourquoi les associés, désireux de s'assurer un revenu immédiat, limitent parfois, par des clauses statutaires, les possibilités de constitution des réserves en fixant les sommes maxima susceptibles d'être portées à ces comptes. De telles mesures sont peu justifiables, car elles restreignent considérablement la liberté d'action du conseil au préjudice des finances de la société. Les assemblées annuelles doivent fixer la répartition qu'imposent les circonstances du moment et juger si les propositions des administrateurs correspondent à des besoins véritables. Malheureusement, ces assemblées sont bien passives, et leur activité se borne, en général, à approuver les propositions qui leur sont soumises, sauf à formuler quelques remarques ou critiques sans portée réelle sur l'avenir de la société. A la vérité, il ne peut guère en être autrement quand on songe au peu d'informations dont disposent les actionnaires. Les rapports des conseils d'administration sont peu explicites ; ceux des commissaires se contentent de certifier la légalité des opérations comptables. Les libellés des bilans ou des comptes des profits et pertes sont d'une concision remarquable. Quand bien même une docu-

mentation importante serait fournie aux associés, ceux-ci n'auraient, en général, ni le temps ni la compétence de juger la situation financière des multiples affaires dans lesquelles est investies leur fortune, en vertu du traditionnel principe de la division des risques. En régime libéral où sévit la concurrence, cette documentation est d'ailleurs impossible à divulguer sans entraîner les préjudices les plus graves pour les affaires dont les méthodes de financement, les possibilités et les projets d'avenir seraient ainsi divulgués. Dans l'intérêt même des actionnaires, il est préférable que les administrateurs maintiennent secrète la situation exacte de l'entreprise, surtout si celle-ci rencontre certaines difficultés. En fait, quand les actionnaires, pour une raison ou une autre, n'ont plus confiance dans la société, ils vendent leurs titres et orientent leur épargne vers d'autres emplois. L'avenir d'une affaire quelconque se juge beaucoup moins dans une discussion au sein de ses assemblées que dans les cours atteints par ses actions. Les préoccupations primordiales des diverses personnes qui composent les assemblées générales se tournent, non pas vers la gestion sociale qu'elles ne sont pas à même d'examiner, mais seulement vers la répartition équitable des résultats obtenus. Il suffit de s'en référer aux comptes rendus de ces réunions pour voir que les objections qui sont soulevées ont, le plus souvent, pour but de dénoncer une inégalité dans la distribution des bénéfices. L'autofinancement, à cet égard, peut être la source des contestations les plus vives.

*
**

Si les modalités de répartition prévues par les statuts ou décidées par l'assemblée, attribuent à chaque actionnaire une part identique par titre possédé, aucun d'entre eux ne sera plus particulièrement lésé. Mais on rencontre très

fréquemment, dans les pactes sociaux, des stipulations accordant des privilèges à telle ou telle catégorie d'associés, privilèges qui leur donnent une part prépondérante dans la gestion de l'affaire ou dans ses résultats financiers

Les titres auxquels est attaché un droit de vote plural sont particulièrement dangereux pour le respect de l'égalité entre les actionnaires. Une minorité d'individus titulaire de la majorité des voix peut entraîner la société dans une politique financière désapprouvée par la plus grande partie des associés. L'autofinancement peut ainsi être mis en œuvre contre le gré des actionnaires. C'est une mesure lourde de conséquences. Justifié pour défendre les entreprises nationales contre l'emprise des capitaux étrangers en période de dépréciation monétaire, ce droit de vote plural n'est plus motivé une fois rétabli l'équilibre des finances publiques. Aussi, en 1930, une loi est-elle venue pratiquement le supprimer. Peut-être serait-il souhaitable d'en permettre à nouveau l'application ?

Plus importants sont, à notre point de vue, les avantages accordés à certains actionnaires dans les résultats de l'exploitation sous forme de privilège dans la répartition des bénéfices ou dans la liquidation de l'actif social. On rencontre dans les statuts les modalités les plus diverses, car la loi laisse toute liberté en cette matière, sous réserve toutefois de l'interdiction de clauses léonines ou contraires à l'ordre public.

Les privilèges dans la répartition des bénéfices consistent parfois dans l'octroi d'un dividende d'un montant déterminé, versés par priorité aux titulaires de ce droit dès l'apparition d'un gain suffisant, mais non susceptible d'augmentation dans les années prospères. Les actionnaires de cette catégorie ne supportent pas, en général, les prélève-

ments en faveur de l'autofinancement, car ceux-ci sont presque toujours effectués après déduction de leur part. Ils profitent, par contre, des avantages en capital puisque l'augmentation du patrimoine social se répartit sur l'ensemble des actions privilégiées ou non. Les autres associés sont, évidemment, lésés, car les cours de leurs propres titres ne s'élèvent pas dans la mesure des sacrifices qu'ils ont consentis et qui profitent à tous.

Des inégalités du même ordre se retrouvent lorsqu'il s'agit, non plus d'une part fixe, mais d'un revenu minimum garanti, en premier lieu, à certains bénéficiaires. Plus ce dividende minimum est élevé, plus la charge entraînée par la mise en réserve est légère pour ces privilégiés, mais leur gain futur en revenu sera également plus faible. En sens inverse, les titulaires de la plus grande partie du super-dividende consentent des sacrifices plus élevés pour l'autofinancement, mais risquent aussi d'encaisser, dans l'avenir des bénéfices largement accrus. Les capitalistes timides, qui ont préféré s'assurer des ressources régulières, sont donc peu atteints par les inconvénients ou les avantages en revenus de l'autofinancement. Ils jouissent, toutefois, des gains en capital procurés par cette politique, puisque ces gains se répartissent également sur toutes les actions. Les autres associés sont donc défavorisés par rapport à eux. Bien plus, si une clause de dividende cumulatif joue à leur égard, ils récupèrent, au cours des exercices ultérieurs, les sacrifices qu'ils ont pu consentir sur leurs parts. L'inégalité est alors flagrante entre les actions privilégiées et ordinaires, mais chacun aurait pu prévoir ce résultat puisqu'il découle de prescriptions statutaires.

En dehors de ces privilèges, dans la répartition du revenu social, ou en concurrence avec eux, existent des avantages en capital également très prisés par les associés.

Ils peuvent consister en une priorité de remboursement en fin de gestion. Les actionnaires qui jouissent de ce droit sont alors plus surs que les autres de retrouver leur mise de fonds initiale. Mais les réserves ne sont pas incluses, en général, dans ce remboursement prioritaire qui ne comprend, le plus souvent, que le montant nominal des titres. Par conséquent, sauf stipulation contraire des statuts, ces actionnaires privilégiés ne bénéficient de la liquidation des réserves avant les autres ayants-droit à l'actif social que si elles ont été incorporées au capital.

Le remboursement en cours d'exploitation, quand il a pour but de réaliser l'amortissement des actions, présente des conséquences différentes. Si cette opération est effectuée au moyen de rachats suivis d'annulations, conformément au pacte social, les associés ainsi remboursés ne sont pas lésés, car les cours traduisent normalement la hausse du capital entraînée par l'autofinancement. D'ailleurs, le tirage au sort, qui désigne toujours les titres annulables par cette méthode, élimine toute cause de dissentiments entre les actionnaires. D'autre part, en cas de remboursement, non plus d'après la cote boursière de l'action, mais d'après son montant nominal, toute injustice est évitée car l'associé n'est pas éliminé. Titulaire d'une action de jouissance, il continue à recevoir des dividendes et touchera, lors de la liquidation, sa part de l'actif social, sous déduction des sommes qui lui ont déjà été versées. Sa situation vis-à-vis des avantages et des inconvénients de l'autofinancement est donc la même que celle d'un actionnaire ordinaire.

D'autres privilèges spéciaux peuvent encore être accordés. Citons, en particulier, le droit préférentiel de souscription aux augmentations de capital, qui peut représenter des avantages pécuniaires considérables. Mais de

tels gains sont liés, évidemment, aux émissions d'actions nouvelles auxquelles procède la société. Si elle recourt à l'autofinancement, les titulaires de ce droit n'auront pas à l'exercer et se plaindront d'une politique qui les frustre d'un gain sur lequel ils comptaient.

D'une manière générale, l'existence de privilèges, surtout dans la répartition des bénéfices, gêne la mise en application de l'autofinancement. Les modifications apportées par ce procédé financier aux règles prévues par les statuts, font naître des oppositions d'intérêt et des discussions interminables, au sein des assemblées générales. C'est pourquoi les administrateurs procèdent souvent, avant bilan, à la constitution des réserves nécessaires. Quelle que soit la régularité juridique de cette opération comptable, il faut bien reconnaître qu'elle peut être ici fort avantageuse pour les associés eux-mêmes. Mais cet autofinancement occulte ne doit pas être employé dans le seul profit d'actionnaires égoïstes. D'autres personnes sont intéressées aux résultats de l'exploitation. Elles ont le droit de ne pas être frustrées de la part normale qu'leur revient.

§ II. — LES INTÉRÊTS DES PARTICIPANTS AUX BÉNÉFICES. AUTRES QUE LES ACTIONNAIRES

Les intéressés aux bénéfices autres que les actionnaires, sont constitués par les administrateurs, en raison de leurs tantièmes, et par tous les porteurs de parts bénéficiaires : salariés, fondateurs, créanciers ou autorités publiques quelconques, auxquelles la société a consenti cet avantage.

Le conseil d'administration est certainement le groupe le plus important par le rôle qu'il tient dans la gestion sociale et l'influence qu'il exerce dans les assemblées d'actionnaires. Il est donc très utile de définir les avantages qu'il

peut retirer de l'autofinancement et les charges qu'entraîne pour lui une telle politique. .

Sauf clause contraire des statuts, les administrateurs, en tant que tels, n'ont aucune part dans la liquidation de l'actif social. La mise en réserve des bénéfices ne leur procure donc aucun gain en capital. Leurs tantièmes, par contre, qui consistent en un pourcentage donné du bénéfice, augmentent dans la mesure où s'accroissent les résultats financiers de l'exploitation. Ainsi l'intérêt personnel des membres du conseil réside dans un autofinancement entraînant un rendement immédiat le plus élevé possible, sans se préoccuper de la consistance finale du patrimoine social, à la condition, toutefois, que les restrictions dans les distributions ne diminuent pas dans une proportion supérieure la part qui leur revient (1).

Or, cette part est laissée entièrement intacte quand les prélèvements en faveur des réserves sont effectués après déduction des tantièmes. Dans ce cas, le conseil ne supporte aucunement les charges de l'autofinancement qu'il propose et fait adopter par l'assemblée générale des actionnaires. Pour justifier une telle pratique, on a fait valoir que ces tantièmes représentaient des salaires, rémunération de l'activité et de la responsabilité des membres du conseil, et, comme tels, devaient être passés par un compte de frais généraux avant bilan, c'est-à-dire avant que les associés se soient prononcés sur le montant des répartitions à effectuer. De cette manière, la part des adminis-

(1) Mais les administrateurs, étant aussi actionnaires, ont un intérêt certain au développement de ce patrimoine. Il convient de remarquer d'ailleurs que cette étude ne vise que les oppositions d'intérêts inhérentes aux diverses situations des participants aux bénéfices. Elle ne préjuge en rien de la manière dont les administrateurs exercent en fait leurs fonctions.

trateurs représenterait un pourcentage du bénéfice réalisé et non du bénéfice distribué. On voit l'intérêt d'un tel mode de calcul pour le conseil qui cherchera à accentuer de plus en plus une politique d'autofinancement dont il ne supporte par les frais et qui accroît son revenu. Mais cette pratique peut aboutir à fausser complètement le mode de répartition prévu aux statuts, en privant les associés d'un profit légitime. Ceux d'entre eux qui se refuseraient à ces mises en réserve abusives seraient en droit de demander aux tribunaux leur annulation. Pour prévenir les manœuvres plus ou moins frauduleuses d'administrateurs peu scrupuleux, le code de commerce allemand exige que les tantièmes soient calculés sur le chiffre des bénéfices, diminué du montant des capitaux versés aux divers comptes de réserve (1). Il est curieux de remarquer que ces articles ont été votés à l'encontre d'une jurisprudence et d'une doctrine très ferme, s'appuyant sur le fait que cette exigence légale ne diminuerait pas les tantièmes mais l'autofinancement. Quoi qu'il en soit, si les principes juridiques et comptables exigent que ces sommes soient inscrites aux frais généraux, rien de plus simple que de les décaler d'une année et de porter à ce compte avant bilan le pourcentage du bénéfice distribué à l'exercice précédent (2). En procédant de cette façon, le conseil d'administration, qui a toujours tendance à accroître l'épargne sociale, sera amené à respecter davantage les désirs des actionnaires puisqu'ils seront semblables aux siens. Il peut d'ailleurs se procurer des ressources supplémentaires, non pas en augmentant ses tantièmes, mais en les multipliant. Nous avons vu que les filiales ou les banques corporatives

(1) Code de commerce allemand de 1897 (art. 235 et 257).

(2) Cf. HOUSPIN et BOSVIEUX : *Opusc. cité*, tome 2, n° 1.044.

ont souvent les mêmes administrateurs que les entreprises qui ont procédé à leur fondation. Comme les bénéfices de ces organismes vont ensuite grossir les gains des sociétés mères, les pourcentages des administrateurs jouent deux fois sur les mêmes sommes. L'autofinancement indirect que représente ces circuits de capitaux constitue donc un profit non négligeable pour les membres de ces conseils.

D'une manière générale, quels que soient les avantages qu'elle en retire, cette catégorie influente de personnes intéressées aux bénéfices ne fait pas obstacle à une politique de rétention des gains. C'est que, plus au courant que les actionnaires, par l'exercice de leurs fonctions, des véritables intérêts de la société, elle est mieux à même de juger les effets avantageux de l'emploi de ce procédé sur les finances de l'entreprise. Tel n'est pas le cas, au contraire, des autres participants aux bénéfices non associés, dont les revendications manifestent souvent l'incompréhension la plus totale des nécessités de l'exploitation.

On peut être tenté de considérer comme sans importance l'opinion d'individus qui ne participent en aucune manière à la gestion de l'affaire. Ils sont intéressés aux résultats de cette gestion, mais n'ont rien à voir dans la manière dont elle est conquise. Cependant ces salariés, créanciers, autorités concédantes ou fondateurs auxquels a été remise une part bénéficiaire, ont acquis le droit de ne pas être frustrés de la part qui leur revient dans les gains de la société. Un autofinancement très large qui supprimerait pratiquement leurs revenus, comme ce peut être facilement le cas puisque ces revenus sont prélevés, le plus souvent, sur les superdividendes, leur porterait un préjudice certain. S'il est prouvé que ces mises en réserve ne sont pas indispensables à l'exploitation, leur représentant peut exiger de la société, devant les tribunaux, une indem-

nité correspondant aux sommes dont ils ont été ainsi privés. Les avantages qu'ils sont susceptibles de retirer de l'autofinancement sont bien faibles en comparaison des charges que l'application de cette technique représente généralement pour eux. Leurs gains futurs en revenu peuvent, certes, être accrus dans la proportion où augmentent les superdividendes, mais nous avons déjà constaté que cette extension des distributions sociales est assez rare. C'est plutôt en capital qu'il faut chercher les avantages de cette politique. Or, cette catégorie de participants est, en général, exclue du partage de l'actif social, sauf parfois les autorités publiques concédantes. Ces dernières retrouvent évidemment, dans la fraction du patrimoine qui leur revient, une partie des réserves qu'elles n'ont pas touchée en cours d'exploitation, mais l'étendue de cette compensation dépend de l'actif réalisé et du mode de liquidation prévu.

Ce dernier groupe sera donc, le plus souvent, un adversaire de la politique d'autofinancement; mais, n'ayant pas la possibilité de faire prévaloir ses préférences, il ne constituera pas un obstacle à la mise en œuvre de ce procédé financier préconisé, en général, par les administrateurs eux-mêmes.

Les participants aux bénéfices, suivant les nécessités diverses de leur intérêt personnel ou la conscience plus ou moins claire qu'ils peuvent avoir des besoins sociaux, s'efforceront, selon leurs moyens d'action, d'encourager ou de restreindre l'autofinancement de l'entreprise. Si certaines fraudes apparaissent dans un but quelconque, la loi met les tribunaux à la disposition des personnes lésées, permettant à chacune de faire rétablir ses droits. Mais, en dehors de toute intention frauduleuse, des intérêts légi-

times peuvent être atteints. C'est le cas, en général, de tous les participants non actionnaires n'ayant aucun droit sur l'actif de liquidation. L'autofinancement, pour être juste, doit être prélevé sur la part des associés, qui sont les seuls, le plus souvent, à bénéficier complètement des avantages en capital et en revenus de cette politique. Pour se prémunir contre une tendance facile des administrateurs à accroître des réserves auxquelles ils ne contribueraient pas, il suffit de les obliger à investir dans l'affaire la plus grande partie de leur fortune personnelle. Ainsi leur point de vue ne sera pas différent de celui des actionnaires. Favo- risée par les dirigeants et comprise par les associés comme constituant leur véritable intérêt, cette politique produira dans l'entreprise tous les effets salutaires que nous avons signalés. L'indépendance et la stabilité des finances sociales seront assurées beaucoup mieux qu'en recourant à des émissions d'actions ou d'emprunts. Le coût très onéreux de ces opérations sera également évité. Comment préten- dre que cette épargne collective nuit à la sécurité ou au développement de la société ?

En réalité, les opinions se partageront suivant les carac- tères particuliers des tempéraments nationaux. En France, où le traditionnel bas de laine a fait l'objet des panégy- riques les plus enthousiastes, il est normal qu'une politique fondée sur l'épargne soit regardée avec faveur aussi bien par les petits souscripteurs que par les milieux financiers. A l'étranger, au contraire, et en particulier dans les pays anglo-saxons, d'où une telle mystique est absente, l'autofi- nancement rencontre des obstacles beaucoup plus impor- tants. Fondée non pas sur un besoin inné de la race, mais sur les calculs précis des hommes d'affaire, cette méthode rencontre des périodes d'expansion ou de ralentissement, suivant l'étendue des avantages qu'elle procure. Son appli-

cation ne présente donc que fort rarement le caractère systématique que nous lui trouvons souvent en France. Cela ne veut pas dire, d'ailleurs, qu'elle entraîne, dans notre pays, l'unanimité des suffrages. Liée au fondement même de l'épargne, cette technique financière a été l'objet récemment des critiques les plus vives. Si l'on quitte le plan étroit des intérêts individuels pour rechercher les résultats de l'autofinancement dans la collectivité nationale tout entière, de nouveaux problèmes surgissent qui remettent en question une cause que l'on pouvait croire définitivement jugée.

CHAPITRE II

L'autofinancement dans l'économie nationale

Pour l'immense majorité des hommes, l'intérêt personnel est l'unique ressort de toute activité économique. Il est indispensable, quel que soit le régime adopté, d'en maintenir l'impulsion bienfaisante. C'est pourquoi nous y avons attaché tant d'importance au cours de l'étude précédente : l'autofinancement ne pouvait se développer que s'il correspondait à l'intérêt propre de l'entreprise et à celui de tous les individus qui participaient à sa gestion.

Mais chacun n'est pas le maître absolu de son activité. Le fait de vivre en société oblige à se plier à certaines règles destinées à assurer le respect des droits des autres comme des siens propres. Les économistes libéraux avaient pensé que les intérêts particuliers concouraient d'eux-mêmes à réaliser l'intérêt supérieur de la collectivité. Nous avons subi la faillite de ce préjugé. Les lois individuelles peuvent différer notablement des lois collectives. Telle mesure, avantageuse pour une personne ou un groupe quelconque, peut fort bien être condamnée dans le but de protéger l'économie nationale dans son ensemble. Par conséquent, bien que la politique d'autofinancement d'une société

commerciale nous ait parue conforme à l'intérêt de ses membres, il est nécessaire d'élargir le problème et de déterminer si ce procédé n'est pas nuisible au pays tout entier par ses répercussions sur le financement de l'économie et de l'Etat.

SECTION I

L'AUTOFINANCEMENT ET LES FINANCES PRIVÉES

Au lieu de faire appel, comme les autres moyens de financement, à une épargne extérieure déjà réalisée, ce procédé financier crée lui-même un capital nouveau en transformant les bénéfices en réserves. Cette opération fait naître toutes les discussions traditionnelles sur le rôle bien-faisant ou néfaste de l'épargne. Les explications proposées en cette matière intéressent directement le problème de l'autofinancement dont l'avantage, pour l'économie financière du pays, dépendra de la solution adoptée.

Mais l'abondance du capital n'est pas la seule donnée servant de base à ce jugement. Sa **distribution** vers telle ou telle branche agricole, industrielle ou commerciale peut être plus ou moins souhaitable. L'autofinancement, en soustrayant des sommes importantes au marché financier, conduit à une concentration de capitaux échappant au contrôle des banques ou de l'Etat. Une telle situation peut nuire au développement harmonieux de la production nationale et amener la condamnation d'une technique qui serait contraire à l'intérêt général.

Tels sont les deux aspects sous lesquels se présente la mise en œuvre de ce procédé dans le cadre des finances privées.

§ 1. — L'AUTOFINANCEMENT ET LE VOLUME DES CAPITAUX

Si l'autofinancement constitue bien une nouvelle source de capital, sa justification semble assurée, tant sont vues avec faveur, dans notre pays, toutes les formes de l'épargne. Mais le problème n'est pas aussi simple que l'on pourrait être tenté de le croire. Cette technique financière peut-elle être considérée, à proprement parler, comme un phénomène d'épargne ? N'est-elle pas réalisée aux dépens des épargnes individuelles ? Même en admettant qu'elle accroisse le volume du capital national, est-ce là, au fond, un résultat souhaitable ?

Toutes ces questions surgissent dès que l'on approfondit un peu les apparences entrevues au premier abord.

Selon la conception traditionnelle française, l'épargne consiste dans la mise en réserve, par une personne quelconque, d'une fraction de son revenu qu'elle s'abstient de consommer. Pour les auteurs anglais et ceux qui se sont inspirés de leur doctrine, ce phénomène est représenté par l'affectation d'une portion du revenu à un emploi productif. Que l'on adopte l'une ou l'autre de ces définitions, l'autofinancement traduit indiscutablement une épargne.

Ce procédé financier rend compte, en effet, des aspects négatifs et positifs de ces deux doctrines. Quand elle s'abstient de distribuer une portion du revenu social, l'entreprise épargne au sens où l'entendent les théoriciens français. Mais nous avons vu que l'autofinancement exige, non seulement la mise en réserve d'une partie ou de la totalité des gains réalisés, mais encore l'affectation de ces capitaux à la couverture des besoins financiers de l'exploitation. Cet emploi, essentiellement productif, définit bien une épargne selon les principes admis par les économistes anglais.

Quel que soit l'aspect schématique de ces deux caractères, ils démontrent que la technique d'autofinancement représente bien un procédé d'épargne. C'est pour cette raison, d'ailleurs, qu'elle s'est largement répandue dans l'économie.

*
**

L'autofinancement est une source d'épargne particulièrement abondante à cause du caractère productif de l'emploi des capitaux qu'elle fournit et du caractère collectif de leur formation.

En effet, leur utilisation dans l'exploitation entraîne normalement l'apparition de nouveaux revenus qui offrent eux-mêmes des possibilités nouvelles d'épargne. Ces possibilités sont, en général, largement utilisées par l'entreprise qui profite de ces ressources pour se développer sans cesse. Le maintien des bénéfices distribués à un chiffre constant permet d'accroître la proportion des bénéfices réinvestis et, par conséquent, celle de l'épargne.

Mais l'importance de ce phénomène provient également de la structure collective des organismes qui le font naître. Alors que l'épargne individuelle est limitée par la brièveté de la vie, l'épargne sociale ne rencontre pas de tels obstacles. Les partages et les prélèvements fiscaux entraînés par les successions ne se renouvellent, à leur égard, qu'à un rythme beaucoup plus lent que pour les personnes physiques. La capitalisation peut donc y prendre des proportions considérables car sa force productive la développe elle-même pendant une longue durée. C'est ainsi qu'une épargne de 100.000 francs dont nous estimons le rendement à 5 % — ce qui est faible pour une société bien gérée — et dont les produits sont régulièrement réinvestis dans l'affaire, donnera, en moins de 50 ans, un capital de 1 mil-

lion et de 10 millions en 95 ans. On voit à quelles sommes énormes aboutiraient des prélèvements réguliers sur les bénéfices, même en tenant compte de la dépréciation de la monnaie et des pertes qui surviennent normalement, un jour ou l'autre, dans toute entreprise. Pratiquée largement dans un pays, cette épargne collective et créatrice mettrait bientôt à sa disposition un potentiel financier extrêmement important.

On pourrait prétendre, cependant, que cette technique de financement n'accroît, en aucune manière, le capital national, car toutes les sommes retenues par l'entreprise, sur le plan collectif, diminuent d'autant les possibilités d'épargne de ses membres pris individuellement. Les actionnaires, lors de l'assemblée générale de fin d'année, ont consenti à la mise en réserve d'une partie des bénéfices. Les sommes dont ils se privaient ainsi volontairement ne leur étaient pas indispensables, et ils les auraient sans doute épargnées eux-mêmes. Par conséquent, en constituant une réserve collective, la société s'est substituée aux épargnes particulières des associés, n'entraînant qu'un changement dans la forme de l'épargne sans accroître aucunement son montant global.

Toutefois, cette argumentation ne semble pas convaincante pour des raisons techniques et psychologiques.

Tous les ayants-droit aux bénéfices n'ont peut-être pas consenti à leur non-distribution. **Sans parler des intéressés non actionnaires** qui ne sont pas appelés à participer au vote de l'assemblée, nous avons déjà noté l'existence de réserves occultes, plus ou moins justifiées en droit, largement pourvues en fait, qui ne sont pas portées à la connaissance des associés. La création de cette épargne secrète échappe donc totalement à leur consentement.

En ce qui concerne les réserves apparentes elles-mêmes, cet acquiescement n'est pas toujours requis. La loi du 28 février 1941, qui limite d'office le montant des dividendes distribuables, crée indirectement une épargne forcée, sans se préoccuper des désirs des ayants-droit.

Même en dehors de cette obligation que nous supposons passagère, ou de dispositions statutaires permanentes exigeant la création de fonds spéciaux, tous les actionnaires ne consentent pas toujours à la constitution des réserves. Les conditions du quorum de l'assemblée générale ordinaire ne sont pas très strictes et la négligence des actionnaires est grande. Un petit nombre d'individus peut imposer sa volonté à la masse des associés. Il est faux, par conséquent, d'affirmer que tous les actionnaires ont acquiescé à la création de cette épargne collective. Beaucoup peut-être, parmi ceux qui en subissent les conséquences, et surtout parmi les petits porteurs, auraient eu un besoin urgent de ces capitaux pour faire face à leurs dépenses personnelles. Réalisée individuellement, l'épargne n'eût sûrement pas été aussi générale.

Des raisons psychologiques viennent appuyer cette thèse : les associés qui ont consenti à la formation de cette épargne collective n'auraient peut-être pas réalisé une épargne personnelle. Il est courant, en effet, d'observer que l'on se prive assez facilement d'une chose que l'on n'a pas encore à sa disposition, tandis qu'il est pénible de se désaisir d'un bien que l'on a déjà en sa possession. Le fait de connaître les sacrifices nécessaires presque en même temps que le bénéfice réalisé, avant même d'avoir touché quoi que ce soit, est certainement un facteur favorable à cette forme d'épargne. De plus, les actionnaires peuvent accepter de se priver par avance des fonds qui leur reviennent, dans le but de financer leur société, bien qu'ils aient

eux-mêmes besoin d'argent. Sous l'influence des administrateurs, ils reconnaissent les nécessités sociales qui exigent d'eux un sacrifice auquel ils n'auraient pas donné leur acquiescement s'ils n'avaient pas eu cet impérieux motif. Ils ont restreint leur consommation pour fournir à leur entreprise les capitaux dont elle avait besoin. Ils ne l'auraient pas fait uniquement pour chercher un bon placement sur le marché financier. L'épargne collective des sociétés commerciales n'est donc pas toujours réalisée aux dépens de l'épargne individuelle, même de ceux qui l'ont votée, et, de toutes façons, on peut dire que l'autofinancement substitue une épargne certaine à une simple possibilité d'épargne. Le capital national s'en trouve accru. Mais est-ce bien souhaitable ?

*
**

La majorité des économistes affirme le caractère bien-faisant de l'épargne, mais de nombreux théoriciens, et non des moindres, proclament, au contraire, sa nocivité. Des discussions passionnées ont surgi en cette matière dans notre pays, car adversaires et partisans de l'épargne en ont fait un instrument de lutte politique. Sans les suivre dans cette voie, il est cependant nécessaire d'examiner le problème de l'épargne dont la solution est primordiale pour apprécier la valeur nationale de l'autofinancement des entreprises.

Les partisans de l'épargne fondent leur argumentation sur les avantages sociaux et économiques qu'ils affirment trouver dans ce phénomène .

Instrument de moralisation personnelle et de stabilité sociale, l'épargne l'est, sans aucun doute, sous sa forme individuelle. Mais quand elle est réalisée par une politique

d'autofinancement, ces heureuses conséquences semblent complètement faire défaut. Les réserves collectives sont plus imposées que voulues et aboutissent à une concentration plus qu'à une diffusion de la propriété. Dans le cas particulier que nous étudions ici, l'épargne n'est donc pas une source de moralisation ni de stabilité sociale. Sa défense semble mieux assurée sur le terrain économique.

« L'éloge de l'épargne, dit-on, tient tout entier dans la constatation des résultats qu'elle a permis d'atteindre », et « son procès n'est qu'une vue de l'esprit » (1). Certes, ce sont les capitaux accumulés par des générations d'épargnants qui ont rendu possible le financement du progrès économique considérable qui s'est produit depuis un siècle. Le potentiel financier épars dans tout le pays, s'est concentré dans les sociétés par actions qui ont elles-mêmes accentué cette évolution par leur politique d'autofinancement.

Toutefois, s'il est indéniable que le niveau de vie de la population se soit nettement élevé depuis cette révolution industrielle, ne serait-ce pas aussi « une vue de l'esprit » que de proclamer la perfection totale du régime économique sous lequel nous avons vécu. Les crises périodiques qui venaient tous les dix ans provoquer faillites et chômage, ne sont certainement pas l'indice d'un progrès quelconque (2) à tel point que l'on peut parler aujourd'hui de la faillite de cette économie capitaliste libérale elle-même, dont les hommes se refusent à payer le coût. L'épargne

(1) *Journal de la Bourse*, 22 novembre 1941.

(2) La périodicité des crises est de 6 à 11 ans. Voici leurs dates de déclenchement : 1825, 1836, 1847, 1857, 1866, 1873, 1882, 1890, 1900, 1907, 1913, 1920, 1929, 1937 (Cf. *Cours d'Economie politique* de M. le Professeur NOYELLE, Paris, 1938-39).

qui en avait assuré le triomphe, aurait-elle exercé aussi une influence néfaste sur son fonctionnement ?

Il semble bien qu'elle soit une des causes principales des crises.

« Acheter une marchandise, pour quelque usage que ce soit, équivaut à restituer la somme des salaires déboursés pour la produire... Toute production intéressant la consommation individuelle est génératrice de son propre pouvoir d'achat. » (1) Par conséquent, pour que l'économie soit en équilibre, il est indispensable que ce pouvoir d'achat soit bien utilisé à la consommation. « Quand un salaire est soustrait à la consommation par l'épargne, et s'emploie à financer une production, il crée un nouveau salaire. Il existe alors en puissance de consommation, deux productions contre un seul salaire, de sorte que celui-ci ne pourra consommer que la moitié de l'ensemble des deux productions. » (2)

Certains théoriciens libéraux ont affirmé qu'il n'était besoin d'aucune mesure coercitive pour limiter l'emploi de ce procédé financier car les avantages que procure l'épargne disparaissent lorsque croît son volume. En effet, la réduction de la consommation qu'elle entraîne, oblige les producteurs à ralentir leurs investissements car les possibilités de la production nationale dépassent les débouchés solvables. Les besoins de capitaux deviennent de plus en plus faibles à mesure que se développe l'épargne. Celle-ci perd donc sa valeur et les entreprises qui la pratiquaient l'abandonnent de leur plein gré. Il y a là une limitation naturelle de l'épargne qui semble rendre inutile toutes les contraintes envisagées. Mais, à laisser jouer ainsi librement les événements,

(1) GUIGNABAUDET : « Lois de l'économie nouvelle », p. 91
Paris, 1942.

(2) GUIGNABAUDET : *Ibid.*, p. 136.

on s'astreint à en subir toutes les conséquences, même les plus dangereuses pour la société. Nous avons vu que les hommes se refusent à supporter les charges de cette liberté totale et cherchent, au contraire, les moyens les mieux adaptés pour assurer la stabilité de l'activité économique. Dans ce dessein, la limitation obligatoire de l'épargne paraît un instrument indispensable.

Nous avons vu que l'autofinancement est une technique qui avantage les sociétés et qui apporte au pays tout entier l'appoint appréciable d'un abondant capital productif. Faut-il donc se résoudre à priver les individus et la collectivité de cette source de profit dans le but d'éviter les crises ? N'y aurait-il pas d'autre solution au problème de la sous-consommation que de moins produire ?

L'épargne est dangereuse parce qu'elle diminue le pouvoir d'achat de l'ensemble de la population et non pas parce qu'elle permet d'accroître la production. Plus la quantité de biens que peuvent se procurer des individus est élevée, plus grand est leur bien-être. Il suffit donc de leur fournir des moyens de paiement proportionnés aux richesses produites. Là est la meilleure solution au problème de l'épargne : on utilise ses avantages tout en paralysant son action néfaste sur l'équilibre de l'économie.

La question de l'autofinancement s'intègre donc dans un problème beaucoup plus vaste qui met en jeu la politique monétaire de l'Etat. De telles recherches dépassent le cadre de ce travail. Mais il fallait montrer que cette technique financière n'est pas nuisible en toutes circonstances et que la puissance publique, par des mesures judicieuses, peut anihiler les inconvénients qu'elle présente.

Ainsi, l'autofinancement pourra jouer un rôle bienfaisant dans l'économie sans être la cause de crises périodi-

ques de sous-consommation. Mais on ne peut augmenter indéfiniment la production. Les besoins des individus peuvent être saturés dans certains domaines et rendre nécessaire une répartition rationnelle des capitaux entre les différentes branches de l'activité économique. A côté du problème, purement quantitatif, du volume du capital national, surgit une autre question non moins importante : celle de la distribution de ce capital aux entreprises les plus utiles à la collectivité. L'autofinancement dont nous avons reconnu les avantages dans le premier cas, après les correctifs indispensables, constitue-t-il encore une politique satisfaisante, quand on l'envisage sous ce nouvel aspect ?

§ II. — L'AUTOFINANCEMENT ET LA RÉPARTITION DES CAPITAUX DANS L'ÉCONOMIE

Un pays qui dispose de ressources financières considérables, n'est pas prospère par le fait même de cette abondance de capitaux. La mise en œuvre de ces fonds peut être plus ou moins bien effectuée. Le capital est un instrument puissant qu'il faut utiliser selon les besoins de la collectivité. L'économie libérale laissait les courants financiers se former spontanément selon le principe traditionnel de la coïncidence des intérêts particuliers et de l'intérêt général. Les banques jouaient un rôle de premier plan dans ce système en servant d'intermédiaires entre les capitalistes et les chefs d'entreprise en quête d'argent. L'économie dirigée ne pouvait les laisser hors de son emprise et devait, au contraire, chercher à les utiliser pour réaliser ses desseins. Mais l'autofinancement des entreprises paralyse son action. Dans la mesure où les exploitations privées se financent elles-mêmes sans recou-

rir aux banques, le contrôle des établissements de crédit devient une opération sans portée réelle. Cette technique fait donc échec à la direction de l'économie.

Elle y conduit cependant par une autre voie. Concentrant toujours les capitaux dans les mêmes affaires, elle aboutit à la constitution de sociétés géantes qui détruisent l'organisation individualiste, soutien du régime libéral. La concurrence disparaît, remplacée par de vastes ententes entre groupes financiers puissants d'envergure internationale. Les lois du mécanisme des prix ne peuvent plus se manifester pour lutter contre un déséquilibre néfaste au pays tout entier. Un bouleversement semblable se retrouve dans la structure interne des sociétés. La responsabilité des administrateurs s'efface derrière la personne morale de l'entreprise, de même que disparaît la personnalité des associés derrière l'anonymat des porteurs de titres. L'Etat doit alors intervenir pour défendre l'intérêt général en réglementant toutes ces activités. L'autofinancement, à la fois l'une des causes et l'une des conséquences de cette évolution, aboutit donc indirectement à l'économie dirigée. Si le mode de répartition des capitaux, qu'instaure cette technique dans l'économie nationale, échappe bien au contrôle de l'Etat, les transformations des conditions de la production, qui en sont la suite, conduisent cependant à l'étatisme. Tels sont les deux points de vue qui permettent de mettre en lumière les éléments d'appréciation de ce nouvel aspect du problème.

« La distribution du crédit, qui soutient la production dans l'économie libérale, la commande et la guide dans une économie dirigée. Non seulement l'exploitation intensive des ressources nationales dépend des capitaux qui y sont affectés, mais le dosage du concours financier, selon

le degré d'utilité des entreprises qui le sollicitent, sanctionne efficacement l'action des règlements. » Tel est, exprimé dans un document officiel, le motif fondamental du contrôle des banques par l'Etat (1). Organismes privés, ces établissements sont obligés de rechercher, avant toute autre considération, la sécurité et la rentabilité de leurs placements. L'administrateur d'une banque qui ferait passer l'intérêt des débiteurs avant celui des actionnaires, tomberait sous le coup de la loi. Une telle organisation ne peut répondre aux nécessités de l'économie dirigée. L'orientation rationnelle des capitaux échappe aux préoccupations intéressées des bailleurs de fonds.

L'Etat peut intervenir suivant diverses modalités. Pendant longtemps son contrôle du crédit n'a résidé que dans l'action technique de la Banque de France sur le marché monétaire. Ce système était insuffisant pour assurer à l'Etat l'instrument financier puissant qui lui était nécessaire. Les lois des 13 et 14 juin 1941 organisent la profession bancaire (2). Les établissements de banque, dont on a dressé la liste, sont placés sous l'autorité d'un comité permanent d'organisation professionnelle. Un commissaire du gouvernement représente le ministère des Finances auprès de ce comité. Une commission de contrôle, présidée par le Gouverneur de la Banque de France, surveille l'application de la nouvelle réglementation et peut proposer toutes les mesures utiles. Grâce à ces institutions, « l'Etat dispose de pouvoirs étendus pour orienter la politique du

(1) Cf. « L'action économique en France depuis l'Armistice » publié par le Secrétariat d'Etat à l'Economie nationale et aux Finances, Mâcon, 1941, page 93.

(2) Cf. J. O. 6 juillet 1941 et instructions complémentaires parues au J. O. du 13 juillet.

crédit dans le sens le plus conforme au bien public » (1). Bien que le fonctionnement de ce régime soit encore mal défini, il ressort cependant de cet ensemble de mesures que l'Etat ne se contentera pas, dans l'avenir, d'une action purement quantitative sur le volume du capital à court terme, mais prétendra diriger l'ensemble des capitaux vers les entreprises les plus utiles à la collectivité.

Mais cette mesure ne pourra être efficace que si les entreprises font appel au crédit. Si elles recourent à l'autofinancement, en prélevant directement sur leurs bénéfices les fonds dont elles ont besoin, tout l'appareil étatique de contrôle financier devient inutile. Bien que les banques conservent un rôle important dans le financement de l'économie, l'action directrice de la puissance publique est faussée par le circuit de capitaux qui échappe ainsi à son emprise. En fait, depuis plusieurs années déjà, le contact des banques avec les entreprises privées semble s'être relâché aussi bien en ce qui concerne les banques de dépôt que les banques d'affaire.

Si l'on se reporte aux bilans de nos quatre grands établissements de crédit (2), on constate une très sensible diminution du montant des postes d'escompte et de débiteurs par rapport à la quantité de monnaie en circulation. Le total des portefeuilles d'effets de commerce et de bons publics de ces grandes banques qui représentait, en 1913, près de 64 % de la circulation monétaire, ne correspondait plus, en 1938, qu'à environ 19 % (3). Mais si l'on tient

(1) Cf. « L'action économique en France depuis l'Armistice », page 95.

(2) Ces statistiques concernent les quatre grands établissements de crédit français : Crédit Lyonnais, Société Générale, Comptoir National d'Escompte, Crédit Industriel et Commercial.

(3) Cf. Statistiques, page 112.

compte de l'accroissement des valeurs d'Etat incluses dans ces portefeuilles, la diminution de l'escompte commercial est encore beaucoup plus accentuée. Estimée à moins de 5 % en 1913, la proportion de bons publics dans l'ensemble de ce poste aurait atteint 30 % en 1938 (1). Par conséquent, le portefeuille commercial de ces établissements se serait réduit, pendant ces vingt-cinq années, de 60,7 % à 13,4 % de la quantité de monnaie en circulation.

A l'étranger, et particulièrement dans les pays anglo-saxons, le même phénomène s'est reproduit. Les effets en circulation en Grande-Bretagne, en 1936, avaient diminué de 23 % par rapport à 1913, en tenant compte de la baisse du pouvoir d'achat de la monnaie. De même, aux Etats-Unis, le volume des acceptations négociées s'était restreint de 37 % entre 1925 et 1936 (2). On ne peut déduire aucune conclusion nette des statistiques allemandes en cette matière, car le montant des lettres de change en circulation a subi des variations considérables suivant les fluctuations de la politique financière de l'Etat.

Une évolution semblable à celle de l'emploi des traites commerciales et du recours à l'escompte, se retrouve dans

(1) Cf. M. Ch. PENGLOU, dans une communication à la Société de Statistiques, le 18 juin 1941, sur la régression de l'emploi de la lettre de change, donne les chiffres suivants concernant les quatre grands établissements de crédit et la Banque de France :

Année	Effets publics	Total	Proportion
		du portef.	d'effets pub.
			par rapp. à l'ens.
	en milliards de francs		du portefeuille
1913.....	0,2	4,7	4,25 %
1938.....	1,5	5 »	30 » %

(*Annuaire de la Société de Statistique de Paris*, 1941, p. 246 à 276.)

(2) Pourcentages déduits des chiffres cités par M. PENGLOU dans sa communication ci-dessus mentionnée.

les comptes débiteurs des grandes banques qui traduisent une autre forme du crédit à court terme. Le montant des comptes courants débiteurs de nos quatre principaux établissements de crédit qui atteignait plus de 31 % de la circulation monétaire en 1913, était inférieur à 7 % en 1938 (1).

Ainsi, le contact entre les banques de dépôt et les affaires privées s'est sensiblement relâché. Les entreprises ont fait de moins en moins appel au crédit bancaire à court terme durant les vingt années qui se sont écoulées entre les deux guerres. Faut-il attribuer ce phénomène au développement de l'autofinancement ?

A première vue, cette technique ne semble aucunement devoir restreindre les demandes de capitaux à court terme. Elle procure, en effet, à l'exploitation qui la met en œuvre des fonds non exigibles et dont, par conséquent, la destination naturelle est de financer des immobilisations et non des besoins temporaires. Cependant, comme les investissements ne suivent pas immédiatement les mises en réserve, les affaires qui utilisent ce procédé financier, ont le plus souvent, des disponibilités abondantes. Le financement à court terme de l'exploitation est donc chose facile tant que ces capitaux n'ont pas été immobilisés selon leur destination finale. Une société qui recourt à cette épargne collective n'a généralement pas besoin de demander aux banques des avances en compte courant ou l'escompte de son papier commercial.

Bien plus, l'autofinancement aboutit à la formation de puissants groupes financiers englobant de nombreuses entreprises qui se passent totalement des crédits bancaires pour effectuer leur financement à court terme. Elles se

(1) Cf. page 113.

font mutuellement l'avance des fonds nécessaires en utilisant, pour payer leurs transactions, de simples découverts en compte réglés ultérieurement par chèques.

L'autofinancement, qu'il soit pratiqué par une entreprise isolée ou par un groupe de sociétés, est donc l'une des causes de la diminution du rôle des banques de dépôt comme distributrices des crédits à court terme (1). Par là, il rend inefficace le contrôle que l'Etat cherche à établir sur le financement de l'économie par leur intermédiaire.

La même conclusion s'impose quand on examine le cas des banques d'affaires, car elles n'ont pas connu un sort plus favorable. Les vingt-cinq années qui se sont écoulées entre les deux guerres ont consacré une diminution de leur activité réelle. Certes, comme pour les établissements de crédit, les postes des bilans atteignent des chiffres impressionnants; mais cette hausse nominale traduit une baisse effective dès que l'on tient compte de l'accroissement de la circulation fiduciaire.

Pour les deux grandes banques d'affaires françaises, le total des participations et titres qui atteignait 1,06 % de la circulation monétaire en 1920, ne s'élevait plus, en 1938, qu'à 0,68 % (2).

L'autofinancement des sociétés a joué ici un rôle très important en soustrayant une large part des investissements industriels à l'emprise bancaire. Cette technique

(1) Les autres causes doivent être recherchées dans la diminution des dépôts dont disposent ces établissements et la concurrence qui leur est faite par des organismes de crédit publics ou semi-publics.

(2) Banque de Paris et des Pays-Bas et Banque de l'Union Parisienne. (Cf. page 114.)

STATISTIQUE CORRESPONDANT AU GRAPHIQUE N° 8

(Banques de dépôts) (1)

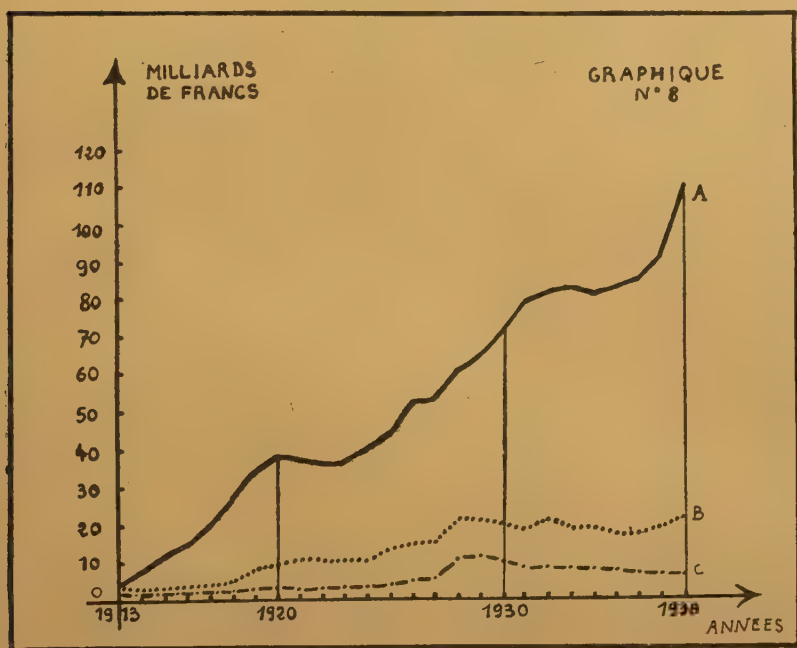
ANNÉES	En millions de francs		
	BILLETS EN CIRCULATION (2)	PORTEFEUILLE COMMERCIAL ET BONS PUBLICS	COMPTES COU- RANTS DÉBI- TEURS ET COR- RESPONDANTS (3)
1913.....	5.665	3.621	1.803
1914.....	7.325	1.357	1.477
1915.....	12.280	2.042	1.207
1916.....	15.552	2.655	1.184
1917.....	19.845	3.969	1.351
1918.....	27.536	4.817	1.688
1919.....	34.744	8.746	2.847
1920.....	38.186	9.261	3.455
1921.....	37.679	10.307	2.664
1922.....	36.352	10.963	2.482
1923.....	37.356	10.899	3.293
1924.....	39.938	10.176	3.861
1925.....	44.071	13.841	4.604
1926.....	53.420	15.405	5.827
1927.....	53.490	16.192	6.809
1928.....	60.061	21.220	11.388
1929.....	64.647	21.063	12.588
1930.....	72.119	20.224	10.118
1931.....	79.033	18.264	8.771
1932.....	82.139	21.932	8.010
1933.....	83.065	19.698	8.259
1934.....	81.037	18.162	8.009
1935.....	82.163	16.029	7.912
1936.....	84.069	17.399	7.410
1937.....	91.143	18.103	7.779
1938.....	110.935	21.291	7.668

(1) Quatre grands établissements de crédit français : Crédit Lyonnais, Comptoir National d'Escompte, Société Générale, Crédit Industriel et Commercial.

(2) Moyenne du montant des billets en circulation d'après l'*Annuaire de la Statistique Générale de la France*, 1939, page 113. En 1936, moyenne des trois derniers mois. En 1937 et 1938, le montant de la circulation est celui de la fin du mois de décembre.

(3) Comptes courants débiteurs et correspondants, y compris les agences hors d'Europe depuis 1920 et les correspondants lora depuis 1932.

Diminution du champ d'activité des banques de dépôt
par rapport à la quantité de monnaie en circulation



A) ——— Circulation monétaire.

B) Portefeuille.

C) - - - - - Débiteurs.

Portefeuille : en 1913, 64 % de la circulation monétaire ; en 1938 : 19 %.

Débiteurs : en 1913, 32 % de la circulation monétaire ; en 1938 : 7 %.

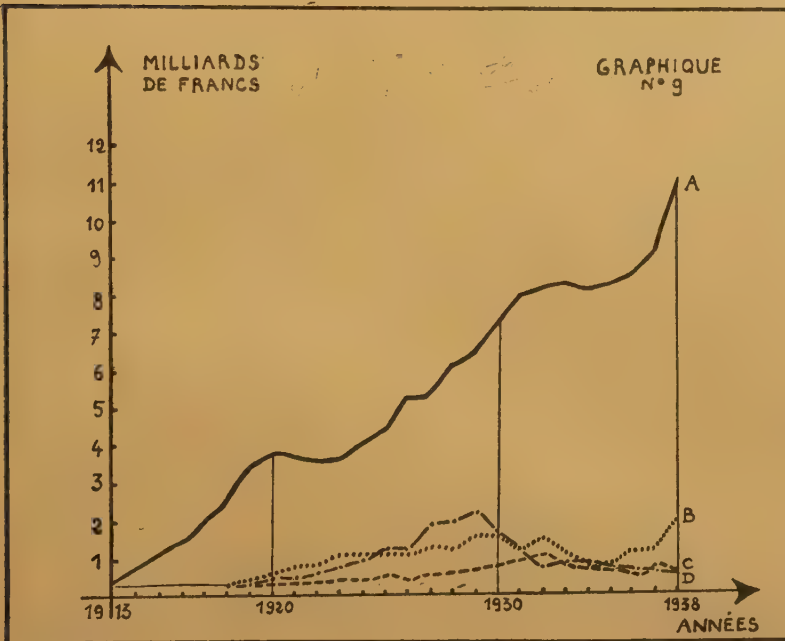
STATISTIQUE CORRESPONDANT AU GRAPHIQUE N° 9
(Banques d'affaires) (1)

En millions de francs

ANNÉES	BILLETS EN CIRCU- LATION	TITRES ET PARTI- CIPATIONS	COMPTES COURANTS DÉBITEURS	PORTEFEUILLE COMMERCIAL ET PUBLIC.
1913.....	5.665	229	320	210
1918.....	27.536	227	285	251
1919.....	34.744	328	395	345
1920.....	38.186	408	514	640
1921.....	37.679	388	486	842
1922.....	36.352	356	615	963
1923.....	37.356	369	715	1.151
1924.....	39.938	406	985	1.045
1925.....	44.071	555	1 324	1.201
1926.....	53.420	484	1.306	1.126
1927.....	53.490	553	1.805	1.364
1928.....	60.061	623	1.939	1.202
1929.....	64.647	825	2.156	1.577
1930.....	72.119	908	1.654	1.487
1931.....	79.033	988	1.208	1.268
1932.....	82.139	1.031	896	1.563
1933.....	83.065	944	984	1.024
1934.....	81.037	792	876	889
1935.....	82.163	778	829	832
1936.....	84.069	792	698	1.166
1937.....	91.143	767	710	1.172
1938.....	110.935	758	688	1.720

(1) Deux grandes banques d'affaires françaises: Banque de Paris et des Pays-Bas, et Banque de l'Union Parisienne.

Diminution du champ d'activité des banques d'affaires
par rapport à la quantité de monnaie en circulation



Titres et participat. : en 1913, 4,04 % de la circul. mon.; en 1938: 0,68 %
Débiteurs : en 1913, 5,64 % de la circul. mon.; en 1938: 0,62 %
Portefeuille : en 1913, 3,70 % de la circul. mon.; en 1938: 1,55 %

- A) ———— Indice de la circulation monétaire (montant réel s.-10).
B) Portefeuille.
C) - - - - Titres et participations.
D) - . - . - . Débiteurs.

procure, en effet aux entreprises qui l'emploient, des capitaux non exigibles et, par conséquent, bien adaptés à la couverture des immobilisations. C'est cet avantage que les groupements industriels ont utilisé pour se développer en procédant à une vaste concentration horizontale ou verticale qui leur a permis de réaliser des bénéfices suffisants pour assurer par la suite la satisfaction totale de leurs besoins financiers à long terme.

Ainsi, pour les banques d'affaires comme pour les établissements de crédit, l'évolution économique paraît défavorable. Il est certain que les organismes spécialisés dans le commerce des capitaux ont tout à perdre à un régime de liquidité monétaire qui rend aisé pour chaque entreprise son propre financement. L'abandon généralisé de l'étalon or, depuis la crise économique de 1930, a été sans doute le coup le plus grave porté aux établissements de banque qui voyaient disparaître la dernière barrière pouvant assurer encore une certaine rareté monétaire génératrice pour eux de hauts profits. L'inflation, au contraire, non seulement favorise l'autofinancement des entreprises, mais encore fait fondre le capital des banquiers. Ces derniers sont, en effet, des créanciers, catégorie sociale toujours atteinte par la dépréciation monétaire. Les industriels, par contre, voient augmenter les prix de leurs installations et de leurs stocks, qui conservent ainsi une valeur réelle identique. Certes, durant de telles périodes, les banques ont un travail considérable pour mener à bien les opérations d'ajustement financier auquel doivent se livrer toutes les entreprises. Mais cette activité d'intermédiaire, si elle leur procure d'importants bénéfices temporaires, ne doit pas leur faire sous-estimer la perte en capital qu'ils éprouvent du fait de la diminution progressive de la valeur de l'unité monétaire. Les banques se trouvent donc dans

une situation alarmante. Le financement de l'économie se développe en dehors d'elles en même temps que fondent leurs moyens d'action. Tel est le sens de l'évolution que nous constatons depuis vingt-cinq ans et qui n'a fait que se précipiter durant ces dernières années. La surveillance de l'Etat sur ces établissements perd donc son importance. Aussi, c'est en contrôlant l'autofinancement des affaires, et même directement leur exploitation et leur développement, que la puissance publique prétend désormais diriger l'économie dans le sens le plus conforme aux intérêts de la collectivité.

Réglementer l'emploi de l'autofinancement semble chose facile tant s'est étendue l'intervention de l'Etat dans tous les domaines de l'activité privée. Contrôlant d'une part, par ses administrations fiscales, le bénéfice réalisé, l'Etat, d'autre part, peut limiter à son gré le montant des dividendes distribuables. Il est ainsi en mesure de favoriser l'accroissement des réserves sociales en empêchant la répartition intégrale des gains entre les actionnaires, de même qu'il peut restreindre les possibilités de constitution de ces réserves en tarissant leurs sources par d'importants prélèvements sur les bénéfices. Il s'efforce également, dans la mesure du possible, de diminuer l'autofinancement occulte par l'examen minutieux qu'exercent ses agents sur les différents comptes qui seraient susceptibles de dissimuler des gains.

Mais l'Etat ne se contente pas de compléter son contrôle financier de l'économie par la réglementation de l'autofinancement; il agit aussi sur les conséquences industrielles de tout financement en surveillant les exploitations elles-mêmes. Par l'organisation des professions, par la répartition des matières premières, par les autorisations

exigées pour l'extension des entreprises existantes ou la création de nouvelles, la puissance publique a en main tous les instruments nécessaires pour appliquer à l'économie française les réformes commandées par l'intérêt national. Le contrôle financier, moyen indirect et moins efficace, passe au second plan derrière cette mise en tutelle sévère de toutes les activités productrices. Ainsi, l'Etat a évité l'obstacle que pouvait présenter l'autofinancement des entreprises à son œuvre d'organisation rationnelle de l'économie. Il n'en demeure pas moins que cette technique financière, dans la mesure où elle échappe à son contrôle, constitue un élément d'indépendance pour les entreprises isolées ou les groupes de sociétés qui la mettent en pratique. Il est donc intéressant, même dans les circonstances actuelles, de rechercher quelles peuvent être les conséquences propres d'un tel système de financement.

*
**

Si le mode de distribution des capitaux que consacre l'autofinancement paralyse, dans une certaine mesure, la direction de l'économie par l'Etat, il aboutit cependant à des conséquences telles que celle-ci devient une nécessité. Dans le domaine économique comme en matière juridique, il modifie la structure du capitalisme libéral et précipite l'évolution d'un régime qui ne correspond déjà plus aux données contemporaines.

La concentration financière est certainement l'une des conséquences les plus apparentes de l'autofinancement. Son importance économique est, d'ailleurs, considérable car son mécanisme, d'une simplicité et d'une logique rigoureuses, conduit à des effets qui en renforcent encore la mise en œuvre.

L'autofinancement ne peut être pratiqué que par les entreprises qui réalisent des bénéfices suffisants pour leur procurer les capitaux dont elles ont besoin. Cette technique de financement ne peut donc pas être employée par les affaires déficitaires, sauf dans le cas où elles pourraient disposer de réserves antérieures non investies déjà dans leurs stocks ou leurs installations. De même, comme nous l'avons signalé plus haut, ce procédé financier ne peut servir au lancement des sociétés nouvelles. Celles-ci doivent chercher sur le marché les capitaux nécessaires à leur création. Ce n'est que par la suite, quand leur situation financière s'avère solide, qu'elles peuvent recourir à cette technique complémentaire leur permettant de vivre sur elles-mêmes en toute indépendance.

Inutilisable pour ces deux catégories d'entreprises, l'autofinancement, à supposer qu'il soit largement pratiqué ailleurs, peut même leur nuire assez gravement. En effet, l'épargne collective qu'il représente est affectée directement à la couverture des besoins des sociétés qui le mettent en œuvre. Ces capitaux se trouvent ainsi soustraits au marché financier. Les entreprises qui ne distribuent pas la totalité de leurs gains se procurent par priorité les fonds qu'elles désirent, en opérant un véritable stoppage à la source. Les autres exploitations, si elles ont l'avantage d'être seules à demander des capitaux sur le marché, risquent néanmoins, devant l'étroitesse de l'offre, de devoir subir des conditions fort onéreuses paralysant leur financement. On aboutit ainsi à une concentration des capitaux dans les sociétés qui réalisent les bénéfices les plus importants et qui ont, par conséquent, les plus grandes possibilités d'autofinancement.

On a essayé de justifier ce mécanisme de distribution prioritaire des moyens financiers aux entreprises bénéfi-

ciaires, en affirmant que leurs gains étaient la preuve de leur utilité sociale. L'importance du service rendu aux consommateurs serait à la fois la cause et la légitimation du profit ; la concentration des capitaux dans les affaires qui disposent de gains importants traduirait donc un mode de répartition parfaitement conforme aux intérêts de la collectivité.

Mais cette thèse n'est guère soutenable. Le montant du bénéfice réalisé par une entreprise ne résulte pas toujours du service rendu au consommateur. Deux éléments concourent à former le prix d'où découle le profit l'offre et la demande. Si la demande correspond aux désirs du public, l'offre, par contre, représente l'intérêt du producteur et introduit sur le marché des conditions souvent contraires à l'intérêt général : les monopoles industriels ou commerciaux, grâce à la maîtrise des prix qu'ils confèrent, peuvent conduire leurs détenteurs à s'assurer des gains considérables au dépens de la communauté. L'afflux des capitaux vers les entreprises de ce genre ne constitue, en aucune façon, un mode de financement avantageux pour la société tout entière. Il faudrait, au contraire, éviter que les fonds ne se concentrent dans ces exploitations et pouvoir les répartir entre d'autres producteurs qui briseraient le monopole existant.

Bien plus, même en supposant que le marché soit soumis à des conditions normales, la demande des consommateurs n'est pas toujours conforme à leur intérêt bien compris. La vente du tabac, de l'alcool ou de l'opium doit être limitée. En France, l'une des catégories d'entreprises qui réalise les bénéfices les plus élevés est celle qui fabrique les apéritifs ; serait-il normal que ce soient ces affaires qui aient le plus de facilités pour se procurer des fonds ? Certaines exploitations déficitaires sont parfois beaucoup plus

utiles à la collectivité. L'autofinancement, par conséquent, n'entraîne pas en lui-même un mode satisfaisant de répartition des capitaux. Si l'application de cette technique financière s'étendait largement dans l'économie, nous n'assisterions pas au développement harmonieux de la production nationale, mais à l'extension artificielle des affaires en bonne posture. Pénurie de fonds d'un côté, surcapitalisation de l'autre, entraîneraient un déséquilibre néfaste à la prospérité générale. Les plus puissantes entreprises finiraient par absorber les plus faibles, évolution qui aboutirait à une étatisation complète, selon les prédictions marxistes.

Cette concentration, cependant, présente aussi des avantages. On cite souvent les améliorations qu'elle permet de réaliser. L'abaissement du prix de revient des produits est l'une des plus heureuses conséquences de la production en quantité massive. Certes, les industriels se plaignent parfois des charges financières très lourdes qu'entraîne pour eux la course au progrès technique. Les investissements continuels qu'elle nécessite diminuent la rentabilité de leur exploitation. Mais c'est le rôle des chefs d'entreprises d'être toujours à la recherche de tous les progrès possibles. L'autofinancement, et la concentration des capitaux qu'il procure, les aident à atteindre ce but. Il faut être persuadé, comme l'est H. Ford lui-même, que « c'est l'aisance générale, et non le bénéfice porté au compte en banque de l'industriel qui est un signe de prospérité. L'industriel n'est qu'un serviteur de la communauté, et il ne la sert qu'en dirigeant ses entreprises de manière à mettre à la disposition du public des articles toujours meilleurs à des prix de plus en plus bas en payant à tous ceux qui participent à la production des salaires de plus en plus

élevés, basés sur le travail qu'ils fournissent. C'est de cette façon, et de cette façon seulement, qu'un fabricant ou qu'un homme d'affaires quel qu'il soit, justifie sa raison d'être. » (1)

Ainsi l'autofinancement pratiqué par les sociétés conduit à un régime de concentration financière qui, tout en présentant d'assez graves dangers pour l'avenir de l'économie nationale, permet cependant la réalisation immédiate d'un progrès technique qu'un capitalisme de petites unités n'aurait pas eu la possibilité de financer. Il faut donc juger favorablement cette technique puisqu'elle contribue à élever le niveau de vie du peuple.

Ses conséquences, toutefois, ne sont pas limitées au système économique, elles portent également sur la structure interne des entreprises.

Une curieuse évolution juridique s'est produite dans laquelle la mise en œuvre de l'autofinancement a joué un certain rôle: l'anonymat croissant des associés et le développement corrélatif de la personnalité des sociétés correspondent parfaitement au mode de distribution du produit social tel que l'opère cette technique financière.

La société anonyme est la forme d'exploitation la plus importante, aussi bien par le nombre des entreprises qui l'ont adoptée que par le volume des capitaux qu'elles détiennent. La limitation des risques des actionnaires au montant de leurs apports permet, en effet, à ceux-ci de placer les fonds dans une affaire sans risquer pour autant l'intégralité de leur patrimoine personnel. Ainsi se trouve rompu le lien financier qui obligeait les associés à surveiller de près la gestion d'une exploitation dont leur fortune tout entière servait de garantie. Ce mode de participation

(1) Cf. FORD : « Ma vie et mon œuvre », Paris, 1927, p. 154.

a l'avantage de permettre le drainage de la petite épargne et sa concentration dans de vastes entreprises qui disposent, grâce à elle, de capitaux considérables. Mais, par la séparation totale qu'elle dresse entre le patrimoine des bailleurs de fonds et celui de leur société, cette organisation juridique conduit les associés à ne plus prendre une part aussi active à la direction de leurs affaires. C'est cette tendance qu'accentue encore l'autofinancement qui apparaît ici à la fois comme une cause et comme une conséquence de ce phénomène.

Quand la plus grande partie des gains réalisés sont conservés dans l'exploitation, les actionnaires se désintéressent d'une gestion dont ils ne perçoivent directement que de faibles résultats financiers. Le plus souvent, ils vendent leurs titres pour récupérer en capital les sommes que ne leur procurent pas des distributions inexistantes ou insuffisantes. Certes, la capitalisation peut produire des résultats intéressants, surtout quand elle est appliquée dans une affaire très florissante dont les possibilités économiques répondent à l'accroissement des ressources financières. Mais la plupart des épargnants entendent recueillir les fruits de leur épargne dans un délai assez court. Si paradoxal que cela puisse paraître, il semble que la mise en œuvre de l'autofinancement ait contribué à accroître les négociations spéculatives et la mobilité des titres, cette mobilité dont l'un de nos plus éminents juristes dénonçait récemment les néfastes conséquences : « Dans les grandes sociétés modernes, écrivait-il, l'immense majorité des actionnaires ne s'occupe ni de nommer les administrateurs ni de contrôler leur gestion. Ils n'assistent point aux assemblées générales et se bornent à signer des pouvoirs en blanc quand on le leur demande... En fait, l'omnipotence légalement attribuée aux action-

naires est exercée par les administrateurs. » (1) Mais une telle situation a pour conséquence de faciliter encore l'application persévérante de la politique d'autofinancement qui en était à l'origine. Les actionnaires, renonçant à leurs fonctions directrices, ne discutent que fort peu le montant des répartitions. Ils forment une masse anonyme analogue, sur bien des points, à celle des obligataires.

En même temps qu'il contribuait à éloigner les associés de la gestion sociale, l'autofinancement consolidait la personnalité de la société. Celle-ci disposait déjà d'un domicile particulier, de représentants qualifiés et d'un patrimoine propre. L'épargne collective, en augmentant ce patrimoine, renforce la personnalité de l'entreprise par l'importance matérielle qu'elle lui confère, de même que cette personnification contribue largement au développement de l'autofinancement par l'état d'esprit qu'elle engendre.

Constatant cette évolution juridique un grand industriel allemand proposa de l'utiliser pour fonder le régime économique de l'avenir. « Les entrepreneurs privés qui existent encore ont, depuis longtemps, pris l'habitude de considérer leur entreprise sous la forme objective d'une firme, comme une entité indépendante. Cette entité a sa propre comptabilité, elle travaille, s'accroît, conclut des contrats et des alliances, se nourrit de son propre revenu, vit comme une fin en soi. Elle nourrit son propriétaire, il est vrai : si ce n'est pas là toujours un effet secondaire, il n'en reste pas moins que ce n'est pas là non plus son but principal. Un homme d'affaires intelligent aura toujours une ten-

(1) Cf. H. DECUGIS : « Evolution contemporaine du droit des sociétés par actions et ses répercussions sociales ». *Revue générale de Droit commercial*, mars-avril 1938, p. 224 et 234.

dance à restreindre sa propre consommation et celle de sa famille, en la réduisant au strict nécessaire, afin de laisser à sa firme des moyens suffisants pour sa consolidation et son extension. La croissance et la puissance de cet organisme sont, pour son possesseur, une source de joies plus grandes que celles que lui procure le revenu. L'avidité cède le pas à l'ambition ou à la joie de créer. Cette manière de voir atteint son plein épanouissement chez les dirigeants des grosses entreprises collectives. D'ores et déjà, on y voit régner le même idéalisme de fonctionnaires que dans les administrations de l'Etat. Les organes dirigeants se préoccupent d'un avenir où, d'après les prévisions humainement possibles, ils ne feront plus partie de l'entreprise. Presque tous, sans exception, ils luttent pour assurer à l'entreprise la plus grande partie des bénéfices, pour en diminuer autant que possible les frais généraux, et cela sans se soucier de leur propre intérêt et sans se laisser arrêter par cette considération que ce sont leurs successeurs qui profiteront des effets de leur administration... C'est ainsi, qu'entre les administrations de l'Etat et les entreprises privées vient s'intercaler une couche de formations intermédiaires, d'entreprises autonomes qui, nées de l'initiative privée, sont soumises au contrôle de l'Etat, vivent d'une vie indépendante et représentent, par leurs caractères essentiels, une phase de transition de l'économie privée à l'économie d'Etat. Tout permet de présumer que cette possession, devenue objective et impersonnelle, sera, dans les siècles à venir, la principale modalité d'existence de tous les biens permanents; à côté de cela, les biens de consommation resteront propriété privée et les biens d'utilité générale, propriété de l'Etat. » (1)

(1) Cf. Emil RATHENAU : « Von kommenden Dingen », traduct. française de S. JANKÉLÉVITCH : « Où va le monde ? » Paris, 1922, p. 154 et 156.

D'après cette conception, les sociétés commerciales ayant racheté leurs actions constitueront de véritables fondations qui vivront et se développeront sous la direction d'employés supérieurs. Ces entreprises pourront se financer facilement, car elles auront à leur disposition les capitaux qui étaient autrefois versés aux actionnaires. Cet autofinancement intégral, aboutissement logique de cette évolution, ne devra être poursuivi que dans la mesure des besoins de l'économie nationale. Il semble, d'ailleurs, que l'emprise de l'Etat sur ces établissements sans maîtres soit rapidement inéluctable pour assurer le respect de l'intérêt général contre l'idéal particulariste des dirigeants que signale l'auteur. L'autofinancement de ces affaires, instrument de réalisation de leur autonomie totale, conduit donc finalement à l'économie dirigée, bien que son application immédiate fasse obstacle au contrôle financier de l'Etat.

Mais il est peu probable que ce régime entre un jour dans le domaine des faits, car une réaction se dessine contre cette évolution du droit des sociétés. Si des entités juridiques indépendantes sont concevables en théorie, elles ne peuvent exister dans la réalité. Leur « volonté » inconsistante ne servirait qu'à faire triompher les intérêts bien matériels, ceux-là, de personnes physiques plus ou moins occultes. On a dénoncé, avec juste raison, l'attitude de ces administrateurs qui défendent « l'intérêt social » contre « la volonté égoïste » des actionnaires. La société n'est pas une fin en elle-même ; ses intérêts ne diffèrent pas de ceux des actionnaires pris dans leur ensemble ; elle ne peut pas entrer en concurrence avec eux pour le partage des gains, ni les exproprier pour aboutir à des fondations indépendantes (1).

(1) En France, le nombre des associés ne peut être inférieur à sept (loi du 24 juillet 1867, art. 23).

Des mesures récentes atténuent, d'ailleurs, cette personnalisation abusive des sociétés en réaffirmant la personnalité de leurs membres : l'anonymat des actionnaires est supprimé de même qu'est aggravée la responsabilité des administrateurs. Ainsi à mesure que réapparaissent les individus qui la composent, l'entreprise perd son individualité propre.

A cette réaction interne, se superpose une modification extérieure au cadre de l'affaire. Le contrôle croissant de l'Etat brise la liberté des entreprises. Celles-ci s'intégreront-elles dans une entité juridique supérieure dont la personnalité absorbera la leur ? L'autofinancement trouvera-t-il encore un milieu favorable à son développement ?

Deux hypothèses peuvent être émises au sujet du futur régime économique de notre pays : l'étatisation ou le corporatisme semblent les seules voies dans lesquelles il soit susceptible de s'orienter. De toutes façons, le système individualiste libéral a déjà disparu. L'économie est dirigée dans le sens le plus conforme aux besoins de la communauté nationale, soit par la puissance publique, soit par les producteurs eux-mêmes. Dans cette nouvelle organisation, l'autofinancement peut jouer un rôle considérable. Il ne fait plus obstacle à la direction de l'économie, puisque celle-ci est réalisée directement et non par l'intermédiaire des banques. Il présente, de plus, l'avantage appréciable de créer une épargne collective dont l'autorité dirigeante peut augmenter ou restreindre le montant par des mesures appropriées. Si l'étatisation se généralise, l'autofinancement peut revêtir la forme du circuit de subventions tel que celui qui fonctionne en U. R. S. S. Par contre, si le corporatisme réussit à s'implanter dans les institutions, il est fort probable que se développera l'autofinancement de

la profession tout entière, organisé au moyen d'une banque corporative redistributrice des fonds ainsi recueillis.

Quoi qu'il en soit, le régime économique de l'avenir ne peut se dessiner encore dans ses détails. La pénurie actuelle de toutes les matières premières impose une répartition et un contrôle sévères que seul l'Etat peut effectuer. Toutes les déclarations officielles reconnaissent que cette organisation est provisoire. Encore faudrait-il être en mesure de prévoir la durée des conditions imposées à l'économie française. Mais, dans tous les cas, même si son intervention économique ne conserve pas l'ampleur qu'elle revêt actuellement, l'Etat jouera toujours un rôle considérable. Ce rôle, il ne pourra le tenir que dans la mesure où ses finances lui fourniront les moyens d'action indispensables. Il est donc primordial que l'autofinancement des entreprises privées ne vienne pas gêner le financement de la puissance publique. Tel est le dernier aspect sous lequel se présente le jugement de cette politique financière. Il présente, à l'heure actuelle, une importance primordiale, car de sa solution dépend, en grande partie, l'attitude de l'Etat à l'égard de l'autofinancement et les mesures qu'il prendra pour en restreindre ou en développer la mise en œuvre.

SECTION II

L'AUTOFINANCEMENT ET LES FINANCES PUBLIQUES

L'autofinancement des entreprises ne doit pas entraver l'action de l'administration des finances. C'est là une condition indispensable à son développement, car jamais l'Etat ne permettrait l'application généralisée d'une technique qui ferait obstacle à son propre financement. Ce sont bien plutôt les prélèvements qu'opère la puissance publique

sur les revenus privés qui seraient susceptibles de gêner la mise en œuvre de ce procédé financier. Au point de vue fiscal comme en matière d'emprunt, il est indispensable d'examiner quelles sont les conséquences réciproques de la politique financière de l'Etat et de celle que suivent les sociétés qui couvrent leurs besoins en recourant à cette forme d'épargne collective.

§ 1. — AUTOFINANCEMENT ET IMPOTS

Suivant le moment où ils sont effectués, les prélèvements fiscaux peuvent avoir à souffrir de l'autofinancement ou, au contraire, tarir la source où s'alimente cette politique financière. Ainsi l'imposition de la distribution des revenus est sérieusement amputée par l'application de cette méthode de financement, de même que l'ampleur des charges fiscales qui pèsent sur les bénéfices, dès leur réalisation, risque de paralyser la mise en œuvre de ce procédé.

La taxation des distributions de bénéfices n'est pas exigée dans toutes les affaires. Dans les entreprises individuelles ou les sociétés de personnes, l'impôt ne frappe que la réalisation des gains et non leur répartition entre les ayants-droit. Dans les sociétés par actions, au contraire, l'imposition des bénéfices distribués est rendue obligatoire par la loi du 29 juin 1872, taxant le revenu des capitaux mobiliers. Elle s'applique aux dividendes, intérêts, arrérages et tous autres produits du capital effectivement distribués qu'ils aient été prélevés ou non sur les bénéfices réalisés par le débiteur. Le tarif, qui n'était que de 3 % à l'origine, est devenu bien plus sévère puisqu'il s'élève, à l'heure actuelle, à 25 % auquel s'ajoute encore une taxe exceptionnelle de 5 %. Pour les tantièmes, le taux de base est établi à 30 %. Les prélèvements opérés sur les fonds dis-

tribués aux divers bénéficiaires sont donc considérables et assurent à cet impôt une large productivité. Mais son rendement serait encore bien plus élevé si l'autofinancement pratiqué par de nombreuses sociétés anonymes ne venait pas fortement diminuer les distributions de revenus. Investis dans les exploitations, ces capitaux échappent à l'impôt qui frappe les fonds répartis entre les ayants-droit. Cette politique financière porte donc directement atteinte aux recettes fiscales de l'Etat.

Mais ses conséquences indirectes diminuent également les ressources normales du Trésor public. Dans la mesure où l'autofinancement rend inutile le recours à d'autres moyens financiers assez lourdement taxés, comme les émissions d'actions ou d'obligations, il réduit la productivité des impôts qui les atteignent. Il restreint de plus les revenus que les intermédiaires, comme les notaires ou les banquiers, tirent de ces appels aux marchés monétaire et financier, et que l'Etat impose en raison même des gains réalisés. Le Trésor public a intérêt à ce que les capitaux circulent de mains en mains, car il perçoit quelques sommes dans chaque patrimoine. Les actions ou les obligations changent-elles de propriétaires ? L'Etat impose les opérations de bourse et établit un droit de transfert sur les titres nominatifs et une taxe annuelle de transmission sur les titres au porteur. L'autofinancement, en bloquant, dès leur formation, les capitaux dans l'exploitation, fait disparaître ces circulations de fonds si profitables aux caisses publiques. Toutefois, cette technique ayant pour conséquence d'accroître les parts des propriétaires de l'affaire, leurs actions augmentent de valeur et les impôts établis sur leur transmission s'en trouvent majorés. En effet, le montant négocié en bourse, le prix de cession pour les actions nominatives ou le cours moyen en ce qui concerne

les actions au porteur, qui constituent les éléments d'assiette de ces droits, suivent généralement d'assez près les fluctuations du patrimoine social. L'autofinancement, dans ce cas, ne porte pas atteinte aux ressources fiscales de l'Etat. Mais ce n'est là qu'une exception; la plupart du temps, ce procédé financier diminue considérablement les revenus ordinaires du Trésor.

En présence de ce résultat néfaste, les administrations fiscales ont cherché à récupérer les sommes ainsi perdues en frappant les capitaux mis en réserve par les sociétés, soit par une taxation intermittente à l'occasion de certaines opérations, soit même par un véritable impôt permanent.

Les circonstances où il est possible de taxer les réserves sont nombreuses : leur distribution, leur incorporation au capital, les fusions, prorogations ou liquidations des sociétés qui les ont constituées, leur réalisation boursière même, sont autant d'opérations qui ont servi et servent encore à les frapper sévèrement.

Toute distribution étant passible de l'impôt sur le revenu des capitaux mobiliers, la répartition entre les actionnaires d'une fraction ou de la totalité des réserves portées en compte dans la société est soumise au prélèvement de 30 %. Il semble donc que l'autofinancement n'ait fait que soustraire temporairement des fonds aux caisses de l'Etat, puisque les sommes mises en réserve sont finalement imposées lors de leur distribution en cours d'exploitation ou, au plus tard, au moment de la liquidation finale de l'entreprise. Mais quand un véritable autofinancement a été pratiqué, les réserves sont investies dans l'affaire et ne peuvent être distribuées sans paralyser son activité. Si la régie doit attendre la dissolution de la société pour récu-

pérer les fonds que cette technique lui a fait perdre, elle risque, si l'exploitation est prospère, de devoir attendre fort longtemps, car sa durée sera prolongée, et, si elle est en difficulté, de ne plus trouver dans un actif amoindri les sommes sur lesquelles elle comptait. Cette compensation est donc illusoire.

Mais l'Administration des Finances, pour atteindre efficacement ces capitaux dans le cas où ils restaient définitivement dans la société, avait adopté une interprétation fort subtile, et très critiquable, de la notion de distribution des réserves. Soutenu par la Cour de Cassation, l'enregistrement déclarait, en effet, que l'incorporation des réserves au capital de la société constituait une véritable mise en distribution du revenu social. Cette doctrine était fondée sur les remarques suivantes : le compte de réserve appartient à la société dans son ensemble alors que le compte capital représente la propriété individuelle des actionnaires. Leurs titres portent, en effet, mention de leur enrichissement. L'opération s'analyse comme une distribution des réserves suivie immédiatement d'une affectation obligatoire de ces fonds au compte capital. Forte de cette argumentation, l'administration appliquait l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières, au tarif de 30 %, l'impôt général sur le revenu entre les mains des actionnaires qui peut atteindre 70 %, et un droit d'apport de 1 % du montant de l'augmentation de capital. Soulignant tout l'arbitraire d'une théorie aussi complexe, la doctrine critiquait cette imposition en montrant que, dans la réalité, les actionnaires, pris en particulier, ne profitaient aucunement de ce simple virement de compte sur les livres de leur société, dont les seuls bénéficiaires étaient les créanciers qui voyaient s'accroître leur gage. Bien plus, alors que sous la dénomination de réserves ces capitaux auraient pu facile-

ment être répartis entre les actionnaires, ils ne pourraient, dorénavant, être réellement distribués qu'après les formalités rigoureuses d'une réduction de capital. Pratiquement, cette rigueur fiscale, fondée sur des motifs erronés, avait pour conséquence de détourner les entreprises d'un réajustement comptable rendu nécessaire par la dépréciation de la monnaie. C'est pourquoi la loi du 12 août 1942 (*J. O.* du 15 août), a exonéré l'augmentation de capital par incorporation des réserves de l'impôt sur le revenu des capitaux mobiliers. Les seuls prélèvements opérés aujourd'hui sont le droit d'apport de 1 % du montant de l'augmentation de capital et une taxe additionnelle de 15 % du total de ce droit.

Cette mesure de clémence fiscale a été également appliquée aux fusions et prorogations de sociétés, opérations qui décèlent les marques de l'autofinancement passé. Les plus-values qui se manifestaient alors étaient soumises autrefois à l'impôt sur les bénéfices industriels et commerciaux auquel s'ajoutait le prélèvement temporaire sur les excédents de bénéfices si ces plus-values provenaient de marchandises, et les impôts sur le revenu des valeurs mobilières et sur le revenu global si elles étaient distribuées. On s'était contenté de favoriser plus spécialement les fusions en leur appliquant le demi-tarif pour la cédule mobilière et en réduisant de moitié la cote de l'impôt général. La loi du 12 août 1942 exonère la distribution gratuite de ces plus-values sous diverses conditions ; mais il y a toujours lieu, au paiement du droit d'apport de 1 % de l'augmentation de capital de la société absorbante ou prorogée, auquel il faut ajouter la taxe de majoration de 15 %.

Pour les liquidations, le droit de partage de 0,75 % porte également sur les réserves. L'Etat impose ainsi, à l'occasion, des transformations ou des disparitions des entre-

prises les fonds que l'autofinancement avait soustraits à ses prélèvements.

La réalisation des gains en capital que procure aux actionnaires cette politique d'épargne collective est aussi une occasion facile pour le Trésor public de taxer ces capitaux. Les lois du 15 mars et du 28 juillet 1941 imposent les plus-values obtenues par la négociation en bourse de titres achetés postérieurement au 19 mars de cette même année. Ces plus-values étant dues, en grande partie, à la politique d'autofinancement suivie par les entreprises, c'est là une manière détournée d'imposer, entre les mains des actionnaires, ces capitaux non distribués.

Mais, à certaines époques, des taxations beaucoup plus directes ont été effectuées. C'est ainsi qu'en France, en 1936, un prélèvement exceptionnel de 2 % a été opéré sur les réserves des sociétés par actions et à responsabilité limitée de nationalité française et existant depuis plus de cinq ans à la date du 1^{er} janvier de cette même année. La base d'imposition était constituée par le montant des réserves susceptibles d'être dégagées de l'examen des postes du passif et de l'actif du bilan de l'exercice 1935. Pratiquement, on a pris en considération les réserves qui ont été effectuées par rétention de bénéfices nets déterminés suivant les règles en vigueur pour le calcul de l'impôt sur les bénéfices industriels et commerciaux, mais en y ajoutant les revenus fonciers et mobiliers. L'Administration des Finances a poursuivi avec soin la taxation des réserves occultes, mais elle n'a pas fait ressortir les plus-values non portées en compte constituant des réserves latentes. Etaient exonérées également les réserves apparentes non constituées au moyen de bénéfices comme celles provenant de primes d'émission ou de la réévaluation de l'actif, ou qui

étaient la contre-partie d'engagements envers les tiers, comme la réserve légale, ou envers le personnel, comme pour les diverses réserves de prévoyance instituées en sa faveur. Le recouvrement était échelonné en quatre versements sur deux années.

Tels sont les divers impôts ou prélèvements occasionnels par lesquels le Trésor public a essayé de compenser les moins-values fiscales entraînées par l'autofinancement des entreprises.

Certes, cette taxation est déjà efficace et fournit à l'Etat des sommes importantes. Mais il a semblé au Parlement que les sociétés, grâce à cette politique d'épargne collective, privaient les consommateurs de capitaux considérables qu'elles-mêmes utilisaient fort mal. Répondant également aux besoins du Trésor et aux tendances sociales de l'époque, un impôt permanent sur les bénéfices non distribués a donc été établi en France en 1936 (1). Il a été supprimé par la codification du 13 janvier 1941 (*J. O.*, 3 février 1941) car il était devenu nécessaire d'encourager la formation des réserves dans les sociétés. Un tel impôt semblait illogique puisque l'Etat lui-même montrait le chemin de la saine gestion financière en imposant chaque année aux sociétés de capitaux la mise en réserve d'un vingtième au moins de leurs bénéfices. En fait, les besoins pressants du Trésor étaient la meilleure explication de cette nouvelle taxe. Elle atteignait les sociétés anonymes, en commandite par action et à responsabilité limitée assujetties à l'impôt sur les bénéfices industriels et commerciaux.

(1) Loi de réforme fiscale du 31 décembre 1936, art. 22 à 28 (*J. O.* du 1^{er} janvier 1937) complétée par le R. A. P. du 28 mai 1937 (*J. O.* du 1^{er} juin 1937) lui-même interprété par la circulaire de la direction générale des contributions directes du 5 juin 1937 (n° 2.113).

Les sociétés de personnes n'étaient pas taxées car, dans les entreprises constituées sous cette forme, les sommes versées aux réserves sont imposées au titre des revenus de chaque associé et les bénéfices distribués sont exempts de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières. Les éléments d'assiette de cette taxe annuelle étaient obtenus par différence entre le bénéfice net réalisé figurant à la cédule des bénéfices industriels et commerciaux et le bénéfice distribué d'après la cote de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières. Quelques modifications, cependant, s'appliquaient à ces éléments de base : on retranchait des sommes taxées à l'impôt sur les bénéfices industriels et commerciaux, les réserves obligatoires et les bénéfices dont la distribution est interdite et l'on y ajoutait les revenus mobiliers et fonciers. Le report déficitaire était également calculé suivant des règles spéciales. Quant à l'autre terme de la comparaison, constitué par l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières, on ne tenait compte que des sommes prélevées sur les bénéfices précédemment pris en considération et dont la distribution, quels qu'en fussent la forme et les bénéficiaires, avait été régulièrement décidée par l'assemblée des associés appelée à se prononcer sur les résultats de l'exercice clos. Le tarif était, à l'origine de 4 %, mais il avait subi la majoration temporaire de 8 % instaurée par le décret-loi du 2 mai 1938, pour l'ensemble du système fiscal français.

A l'étranger, des taxations analogues ont été établies (1).

Les Etats-Unis, en 1936, possédaient déjà un impôt sur les accumulations abusives de réserves, destiné à pénaliser la non-distribution des bénéfices opérée pour éviter

(1) Cf. CAPLAIN : « La taxation des réserves en France et à l'étranger », *Thèse Paris*, 1938.

de payer les charges fiscales afférentes à la répartition du revenu social lorsque cette intention est prouvée ou présumée. Cette taxe était fort lourde puisque son tarif s'élevait à 50 % du bénéfice indument épargné. Une autre mesure, ayant également pour but de réprimer la fraude fiscale, atteignait les « personal holding companies ». Ce vocable désigne les sociétés, autres que les banques, tirant du revenu de valeurs mobilières au moins 80 % de leurs bénéfices et dont plus de la moitié du capital est détenue par cinq personnes au plus. Pour éviter la constitution de réserves masquant une appropriation effective des gains réalisés, un impôt d'un tarif variant de 8 à 48 %, était établi sur le revenu non distribué.

Ces deux régimes fiscaux assez rigoureux n'avaient pour but que d'assurer un meilleur rendement à l'imposition des distributions de bénéfices. Tel n'est pas le motif de la taxe sur les bénéfices non distribués, instaurée par la loi du 22 juin 1936. Destiné à stimuler la répartition des revenus sociaux de manière à accroître les possibilités de consommation des individus, cet impôt frappe les bénéfices non distribués selon un tarif qui va de 7 à 27 %. L'autofinancement des entreprises se trouve ainsi nettement défavorisé. Les sociétés, interrogées en 1937 par un large referendum, suivant les méthodes américaines, ont toutes répondu que ces nouvelles mesures fiscales les obligeraient, dans l'avenir, à recourir davantage aux banques.

La Grande-Bretagne, au contraire, attachée par ses intérêts et une longue tradition au régime libéral, a toujours été hostile à la taxation des réserves. Il faut signaler toutefois deux systèmes d'imposition appliqués à la non-distribution des bénéfices. Après la guerre de 1914 et jusqu'en 1924, un impôt (Corporation Profits Tax) d'un taux de 5 % était ajouté à l'Income Tax pour frapper les gains

réalisés par les sociétés, qu'ils soient distribués ou non. Plus tard, les lois de finance de 1922 et 1927 ont établi en Angleterre un régime similaire à celui des Personal Holding Companies aux Etats-Unis : toute société contrôlée par moins de cinq personnes est soumise à une surtaxe sur la portion des bénéfices non distribués dépassant 20 % des gains réalisés dans l'année. L'autofinancement est donc peu gêné par le régime fiscal anglais.

Quant au système allemand, il a certainement favorisé l'extension de cette technique. Les réserves n'ont jamais été taxées, sauf pendant la période de la grande inflation, où l'on avait instauré un prélèvement annuel sur l'actif global des sociétés quelle que soit l'origine des capitaux. Depuis l'avènement du National-Socialisme, la non-distribution systématique d'une fraction des bénéfices fait partie de la nouvelle politique financière adoptée par le Reich. En réalité, ces mesures aboutissent beaucoup plus, à l'heure actuelle, à une sorte d'emprunt plus ou moins forcé qu'à un véritable autofinancement.

Les autres pays ont suivi diverses politiques fiscales selon les besoins de leur trésorerie ou les conceptions économiques de leurs dirigeants. L'Italie a opéré en 1937 un prélèvement de 10 % sur le capital et les réserves des sociétés par actions, payable en quinze versements échelonnés tous les deux mois, du 10 mars 1938 au 10 juin 1940. Pour compenser le poids de cette charge nouvelle, le Gouvernement italien a atténué la rigueur du système fiscal qui frappait les sociétés et il a facilité l'importation des capitaux étrangers. Par des lois de 1921 et 1922, la Norvège a établi un impôt permanent de 0,2 % sur l'actif des sociétés et une surtaxe de 10 % sur les bénéfices non distribués (Fondskatt), dont le taux est remanié suivant la conjoncture économique. La Suède a mis en application

une taxe de compensation (Ersattningskatt) qui atteint les sociétés administrant des biens fonciers ou des valeurs mobilières et qui ne distribuent pas leurs bénéfices dans le but de se soustraire aux charges fiscales. Cette taxe de compensation, véritable pénalité, s'élève au quart du montant des sommes qui auraient dû normalement être réparties entre les actionnaires.

Par conséquent, en mettant à part les Etats-Unis et la Norvège, on peut dire qu'il n'existe pas à l'étranger d'imposition systématique de l'autofinancement des entreprises. Dans la plupart des pays, ce sont des nécessités de trésorerie ou la lutte contre la fraude qui ont motivé les taxations envisagées. Les administrations fiscales ont cherché, en imposant les capitaux mis en réserve, à récupérer les fonds que cette politique financière leur avait fait perdre. Il est manifeste que cette compensation est insuffisante. En revanche, l'Etat est largement dédommagé de ces moins-values par la prospérité que confère l'autofinancement aux entreprises sainement dirigées. L'impôt sur les bénéfices réalisés s'en ressent d'autant plus que la concentration des affaires, conséquence de cette politique financière, fait jouer la progressivité des tarifs en faveur des caisses publiques.

Mais si le Trésor trouve ainsi ses revenus indirectement augmentés, il risque, par l'importance de ses prélèvements, d'empêcher la mise en application d'une technique dont il finissait par bénéficier. En effet, l'impôt frappe ici les gains réalisés, quelle que soit en général leur utilisation future. La question se pose donc de savoir si le système fiscal ne va pas, à son tour, paralyser l'autofinancement.

*
**

L'impôt cédulaire sur les bénéfices industriels et commerciaux atteint les profits réalisés par l'exploitation, qu'ils soient dans la suite distribués aux ayants droit ou conservés dans l'affaire. Les capitaux qui servent à alimenter l'autofinancement semblent donc entièrement supporter ce prélèvement. En réalité, des distinctions sont nécessaires. Il faut donc préciser l'assiette exacte de cet impôt.

La détermination du produit net imposable résulte de la comparaison des postes débiteurs et créditeurs qui apparaissent dans la comptabilité de l'entreprise et que l'Administration reconnaît conformes aux règles posées par elle.

Le bénéfice brut de l'exploitation ressort de l'excédent du produit des ventes sur les dépenses qu'elles ont entraînées, résultat sur lequel il faut imputer la différence entre le montant des stocks au début de l'exercice et leur montant à sa clôture. Des contestations pouvant surgir sur l'évaluation de ces stocks, dont la valeur dépasse souvent de beaucoup le chiffre des bénéfices, l'Administration a décidé que celle-ci serait faite au prix de revient réel, ou au cours du jour quand il en existe un et qu'il est inférieur au prix de revient. Si le législateur s'était conformé au principe de la taxation des revenus proprement dits, la base d'imposition n'aurait pas compris d'autres éléments. Mais il n'en a pas été ainsi, malgré l'opposition des contribuables et de la jurisprudence (1). L'impôt sur

(1) La thèse administrative, ou thèse du bilan par opposition avec la thèse du compte d'exploitation, a été imposée par un décret-loi de 1934.

les bénéfices industriels et commerciaux prend également en considération les plus-values en capital quand elles ont été inscrites dans la comptabilité de l'entreprise. A plus forte raison quand des éléments actifs ont été effectivement cédés, le profit réalisé est-il taxé. Toutefois, et c'est là un point important puisqu'il constitue directement une opération d'autofinancement, l'article 7 *bis* du Code des impôts directs exonère les plus-values provenant de la cession d'une partie de l'actif immobilisé, à condition que ces capitaux soient réinvestis dans l'exploitation dans un délai de trois ans. Quant aux plus-values nominales portées au passif pour contrebalancer la réévaluation de certains postes de l'actif, elles sont affranchies de toute imposition à condition qu'elles ne soient pas distribuées ni incorporées au capital. Telles sont les règles admises pour la détermination du bénéfice brut de l'entreprise au sens large où l'entend l'Administration.

Pour obtenir le bénéfice net imposable, il faut déduire de ce produit toutes les dépenses professionnelles entraînées par la marche de l'exploitation. On les groupe généralement sous trois rubriques : les frais généraux, les amortissements et les provisions. Si des règles détaillées sont nécessaires au point de vue fiscal pour ces deux premiers groupes de comptes qui consacrent l'un des dépenses effectives de l'entreprise, l'autre des charges entraînées par la dépréciation de certains éléments d'actif au cours de l'exercice écoulé, elles ne présentent pas d'intérêt vis-à-vis de l'autofinancement tant qu'elles ne servent pas à dissimuler des bénéfices. Les provisions, au contraire, qui constituent un accroissement temporaire du patrimoine de l'entreprise, réalisent une modalité particulière de cette technique (1). Leur caractère déductible du pro-

(1) Cf. *Technique de l'autofinancement*, page 14.

duit brut sur lequel est calculé l'impôt cédulaire rend donc fort avantageuse cette forme temporaire d'autofinancement qui se trouve ainsi exonérée de tout prélèvement fiscal. Mais l'Administration, par crainte des abus, a été amenée à poser des règles strictes au sujet du montant admis par elle en déduction du bénéfice réalisé. L'article 7 (paragraphe 5) du Code général des impôts directs dispose qu'il est fait « déduction des provisions constituées en vue de faire face à des pertes ou charges nettement précisées et que des événements en cours rendent probables. Celles qui, en tout ou partie, reçoivent un emploi non conforme à leur destination ou deviennent sans objet au cours d'un exercice ultérieur sont rapportées aux recettes dudit exercice ». Il faut par conséquent que ces provisions correspondent à des décaissements futurs probables tels que ceux entraînés par le paiement des impôts, les fluctuations du portefeuille ou l'insolvabilité de certains débiteurs, et que l'Administration apprécie suivant les justifications fournies par l'entreprise et les coutumes de la profession considérée. Il importe peu que les fonds ainsi portés au passif soient finalement utilisés au décaissement prévu : l'entreprise aura eu à sa disposition pendant un certain temps des capitaux représentant un accroissement d'actif et exonérés de tout impôt. L'autofinancement temporaire ainsi réalisable est donc affranchi de tout prélèvement fiscal.

Sous une autre forme particulière, celle des provisions de renouvellement, cette technique échappe encore à l'impôt sur les bénéfices industriels et commerciaux. En effet, l'ampleur de la hausse des prix entraînée par la dépréciation monétaire avait pour conséquence de rendre tout à fait insuffisantes les sommes ordinairement prévues

pour le remplacement des éléments d'actif qui doivent être périodiquement renouvelés. Il était donc nécessaire d'accroître le chiffre nominal du patrimoine de l'affaire pour lui conserver une capacité productive identique. Si, en droit, nous sommes en présence d'un véritable autofinancement puisque des sommes provenant des bénéfices vont augmenter le montant des capitaux investis dans l'exploitation, en fait cet autofinancement demeure purement nominal et, par définition même, n'augmente pas les possibilités de l'entreprise (1). C'est pour cette raison d'ailleurs qu'il est exonéré de l'impôt. Le cadre comptable proposé par l'Administration diffère suivant que les renouvellements visés concernent les stocks ou l'outillage (2).

Le montant de la provision pour le renouvellement des stocks admis en déduction du bénéfice brut pour le calcul de l'impôt, consiste dans la différence entre la valeur du stock existant et celle du stock à posséder pour conserver à l'affaire la même puissance de production. Cette double évaluation est strictement réglementée par la loi : la valeur du stock détenu par l'entreprise est déterminée par le prix de revient de celui-ci ou par son cours actuel s'il est inférieur au prix de revient. Quant à la valeur du stock à posséder, elle est aussi définie avec soin : ce stock doit être égal en quantité à celui du dernier inventaire effectué avant le 1^{er} septembre 1940 et sa valeur présente correspond à son prix d'alors multiplié par des coefficients de hausse publiés par le Ministère des Finances.

Les mêmes avantages sont accordés aux provisions pour renouvellement du matériel et de l'outillage. L'Adminis-

(1) Cf. première partie technique de l'*Autofinancement*, p. 14.

(2) Textes législatifs : Provisions pour renouvellement des stocks : loi du 30 janvier 1941; Provisions pour renouvellement de l'outillage : décret du 13 février 1939.

tration distingue selon la date d'acquisition du matériel à remplacer. Si l'entreprise se l'était procuré avant le 1^{er} janvier 1939 — quelle que soit par ailleurs la date de fabrication de cet outillage — la provision constituée en vue de son renouvellement ne sera déduite des bénéfices qu'au moment de son emploi. Au contraire, pour le matériel acquis depuis lors, les provisions régulièrement constituées sont immédiatement soustraites du montant des bénéfices soumis à l'impôt cédulaire et au prélèvement exceptionnel. Le chiffre que l'Administration admet à ce poste est égal à la différence entre le prix de revient du matériel déprécié, couvert par les amortissements, et le prix d'achat du matériel nouveau. Celui-ci est calculé forfaitairement, soit au moyen des indices des prix de gros publiés par la Statistique générale de la France, remplacés à l'heure actuelle par des coefficients indiqués par le Ministère des Finances, soit au moyen d'indices propres à la profession considérée. Le total ainsi obtenu est divisé en autant de provisions annuelles que l'on compte d'années d'utilisation de l'outillage. Une grande liberté est laissée à l'entreprise dans le choix du matériel nouveau qu'elle désire acquérir ; seul, l'objet de l'exploitation ne doit pas être modifié. Le délai d'utilisation des fonds ainsi accumulés est de cinq années à partir de la mise hors d'usage du matériel ou de l'achèvement de la dotation du compte de renouvellement.

Les réglementations de ces provisions, qu'elles concernent l'outillage ou les stocks, ne sont que des prescriptions d'ordre fiscal. Si les chefs d'entreprise les estiment insuffisantes, ils peuvent en toute liberté en accroître le montant à condition de payer les impôts sur le revenu afférent à ce surplus. Il ne s'agit plus en effet dès ce moment, pour l'Administration, que d'un emploi de bénéfices nets.

A ses yeux, l'entreprise réalise alors un autofinancement parfaitement imposable. Par malheur, le montant des charges fiscales est si élevé qu'en pratique la plupart des affaires s'en tiendront, apparemment du moins, au cadre légal. On conçoit dès lors toute l'importance de celui-ci et il faut déplorer qu'à l'heure actuelle, les coefficients admis pour le calcul des provisions soient nettement insuffisants, car ils demeurent inférieurs aux prix même officiellement homologués. Par conséquent les entreprises, dans la mesure où elles ne dépassent pas les prescriptions administratives, seront impuissantes à assurer le renouvellement de leur actif. Une telle situation, si elle limite actuellement au chiffre, déjà respectable il est vrai, de 3 milliards les moins-values fiscales entraînées par ce régime, ne peut être que néfaste à l'ensemble de l'économie nationale (1).

Telles sont les règles en vigueur pour la détermination du bénéfice imposable. Frais généraux, amortissements et provisions sont déductibles du revenu d'exploitation et des plus-values en capital qui forment le bénéfice brut global de l'affaire. Toute autre dépense ne constitue pas une charge professionnelle, mais un emploi du bénéfice qui représente un élément taxable. Les réserves sont donc soumises à l'impôt, même si elles sont prescrites obligatoirement par la loi ; il en va de même des « intérêts fixes » accordés au capital et des sommes capitalisées à

(1) Le premier coefficient avait été fixé à 1,25. Il fut jugé insuffisant, et les contribuables obtinrent la faculté de se référer aux indices résultant des hausses autorisées par le Comité central des prix (arrêté du 20 avril 1941). Mais l'arrêté du 13 février 1942 a aboli ce système, et les indices applicables aujourd'hui tels qu'ils sont fixés par le Ministère des Finances, varient de 1,25 à 2,20 par rapport à 1939, alors que le pourcentage de hausse des prix de gros officiellement homologués est bien supérieur.

partir des bénéfices produits par les réserves. Seules les réserves provenant des primes d'émission sont exonérées, car elles sont considérées en droit français comme des apports supplémentaires des actionnaires. En fait, nous avons vu déjà que les réserves latentes provenant des plus-values non portées en comptabilité ne rentraient pas dans les éléments imposables. Mais, de plus, les réserves occultes, qui sont des bénéfices volontairement dissimulés, entraînent chaque année une diminution considérable des recouvrements fiscaux. Masqués dans une diminution fictive des postes de recettes ou un accroissement, également fictif, des comptes de dépenses, visant les frais généraux, les amortissements ou les provisions, ces capitaux sont à l'origine d'un large autofinancement (1).

Ce régime d'imposition consacre donc l'exonération, volontaire ou non, de certaines modalités d'autofinancement. Cette technique échappe aux prélèvements du Trésor public quand elle est alimentée par des capitaux provenant de plus-values ou quand, issue des bénéfices, elle représente un financement temporaire (investissement passager des provisions dans l'exploitation), ou un financement nominal (investissement des provisions de renouvellement), ou un financement occulte (investissement des réserves occultes). Toutefois, d'une manière générale et malgré l'importance des réserves occultes en France, la plus grande partie des fonds qui sont à l'origine de l'autofinancement supporte le poids de l'impôt sur les bénéfices industriels et commerciaux et les taxes qui lui sont annexées.

Cette charge est particulièrement lourde aujourd'hui. Déjà, en 1937, il résultait d'une enquête effectuée par

(1) Cf. *Technique*, page 23.

l'Association Nationale des Sociétés par actions, que la part de l'Etat dans les sociétés anonymes s'élevait à plus du double du montant des bénéfices nets réalisés et à plus de trente fois le total des bénéfices portés en réserve dans cet exercice (1). Si l'on songe qu'en 1932 les sociétés anonymes travaillaient deux jours sur trois pour le Trésor public, qu'en 1937 c'était trois jours sur quatre, on se demande quel rapport on pourrait établir en 1942. Les prélèvements fiscaux sont en effet considérables : l'impôt cédulaire sur les bénéfices industriels et commerciaux a un tarif de base de 16 %, que des taxes accessoires et extraordinaires viennent encore fortement majorer. La taxe spéciale sur les chiffres d'affaires supérieurs à 1 million a un tarif progressif de 1,30 à 6,50 %. La contribution nationale extraordinaire élève de 5 % le taux ordinaire de l'impôt cédulaire. Enfin, le prélèvement temporaire sur les excédents de bénéfices a un tarif progressif qui va de 20 à 80 % de la différence entre le bénéfice cédulaire de l'année et un bénéfice de comparaison qui consiste, au choix du chef d'entreprise, dans les résultats moyens des exercices 1937 et 1938, ou dans l'intérêt à 6 % du capital engagé. Ce régime est donc sévère, mais bien d'autres impôts viennent encore augmenter les charges des entreprises. Il faut citer les contributions foncières des propriétés bâties et non bâties, la contribution mobilière, la patente, la main-morte, les droits de timbre, la taxe à la production, la taxe d'apprentissage, la taxe pour assurer l'emploi obligatoire des mutilés, la taxe sur les autos, che-

(1) Cf. *Bulletin de l'A.N.S.A.*, février 1939. Dans les 260 sociétés prises en considération par cette statistique, 1.124 millions ont été versés à titre d'impôt alors que 40 millions seulement ont été inscrits aux comptes de réserve (exercice 1937).

vaux et voitures, les droits d'octroi et les diverses locales, les droits des Chambres et même les redevances aux Comités d'organisation...

Dans la mesure où ces prélèvements multiples et souvent fort lourds viennent diminuer le montant des bénéfices disponibles, l'autofinancement des entreprises se trouve paralysé.

Le même phénomène apparaît clairement à l'étranger. En Angleterre, la rentabilité des affaires a fortement baissé du fait des prélèvements opérés par l'Etat. Depuis la guerre, les bénéfices bruts de 412 sociétés, prises pour base de statistique, sont passés de 77,8 millions de £ à 72,2 entre 1940 et 1942 (1). La rigueur du système fiscal a d'ailleurs dû être tempérée pour ne pas empêcher d'une manière définitive l'autofinancement des entreprises, plus que jamais nécessaire par suite de la dépréciation des monnaies. C'est pourquoi 20 % du prélèvement sur les excédents de bénéfices, qui confisque la totalité des gains excédant la référence choisie, est bloquée à un compte spécial au Trésor, dans le dessein d'être restitué après guerre aux entreprises pour leur permettre le renouvellement de leur outillage et de leurs stocks.

Aux Etats-Unis, les mêmes mesures ont été prises. L'excess profit tax absorbant jusqu'à 94 % du bénéfice en excédent, il s'est avéré nécessaire d'assurer des liquidités aux entreprises : le Trésor américain s'est engagé à leur rembourser 10 cents par dollar d'impôt payé.

Ainsi les charges fiscales atteignent un maximum qu'elles ne peuvent plus dépasser sans nuire gravement à l'économie du pays : en période de hausse continue des

(1) Cf. *Vie industrielle*, n° 464 des 26, 27, 28 septembre 1942.

prix, l'autofinancement est tôt ou tard une nécessité inéluctable ; le régime d'imposition doit en tenir compte soit par une exonération préalable, comme pour les provisions de renouvellement en France, soit par une restitution ultérieure d'une fraction des sommes perçues comme dans les pays anglo-saxons.

La taxation des entreprises ayant atteint ses limites supérieures à l'époque actuelle, c'est à l'emprunt que les Etats doivent recourir pour financer la plus grande partie de leurs dépenses. Dans ce domaine encore, l'autofinancement ne doit pas entraver l'action des Pouvoirs publics ni la politique d'emprunt du Gouvernement paralyser l'application de cette technique dans les entreprises privées.

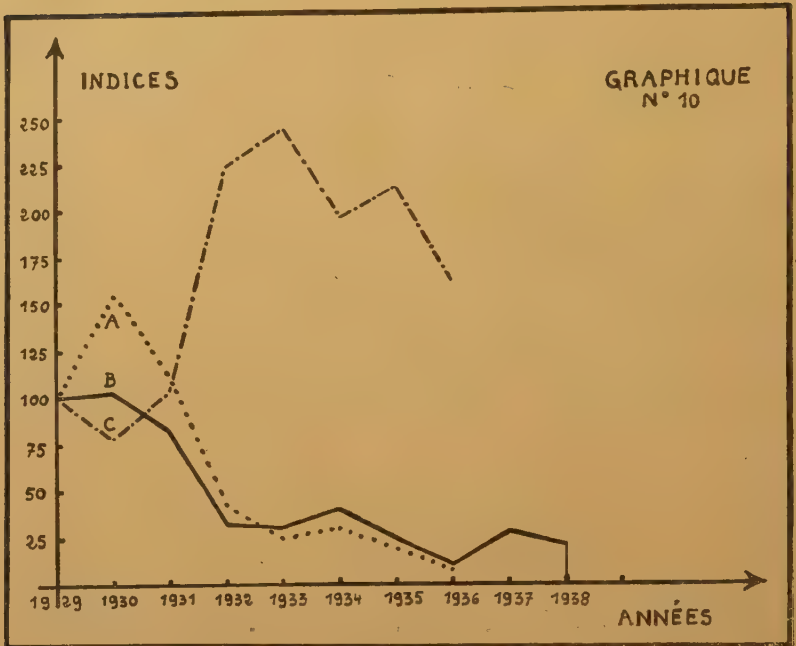
§ II. — AUTOFINANCEMENT ET EMPRUNTS

Depuis un quart de siècle, les emprunts sont devenus l'une des principales ressources des Etats. D'abord utilisés seulement comme des expédients financiers destinés à couvrir les déficits des caisses publiques, ils ont été considérés depuis la dernière guerre comme de véritables instruments de politique économique.

L'autofinancement des entreprises semble se développer sur un plan différent de celui de la politique d'emprunt traditionnelle poursuivie par les divers gouvernements. Cependant, cette technique d'épargne collective est directement associée aux variations du montant des demandes et des offres de capitaux dont la réunion forme le marché auquel s'adresse l'Etat.

En fournissant aux entreprises une partie des fonds dont elles ont besoin, il apparaît tout d'abord que l'auto-

Comparaison des émissions publiques et privées
et du montant des bénéfices non distribués



- A) Émissions privées.
 B) ————— Bénéfices non distribués.
 C) -.-.-.-.- Émissions publiques.

financement réduit les demandes de fonds qui sont présentées sur le marché. La puissance publique dispose ainsi d'un réservoir financier plus vaste pour se procurer l'appoint de ressources dont elle manque. De 1913 à 1936, la part de l'Etat dans le montant total des capitaux émis sur le marché français est passée de 20 à 94 %. Mais les chiffres n'indiquent pas les causes des phénomènes qu'ils traduisent. Le développement de l'autofinancement aurait-il été à l'origine de la diminution des émissions privées et cette diminution aurait-elle permis, à son tour, l'accroissement des émissions publiques ? Il ne le semble pas. En effet, s'il en avait été ainsi, le montant des émissions privées aurait dû augmenter pendant la période 1930-1936 qui marque un net fléchissement de l'autofinancement (1). Il ressort au contraire des statistiques, que recours à l'épargne publique et rétentions de bénéfices dans les entreprises elles-mêmes ont suivi une évolution parallèle comparable à celle de la conjoncture économique. Les besoins financiers des entreprises diminuent en effet en période de stagnation des affaires et augmentent quand réapparaît leur activité. D'autre part, les conséquences de ces variations du volume du financement privé sur le montant des émissions publiques semblent bien faibles. L'Etat s'adresse au marché des capitaux quand ses ressources fiscales sont insuffisantes à assurer la couverture de ses dépenses. En dehors des périodes de guerre, ces besoins apparaissent surtout lors des crises économiques, quand la productivité des impôts est en baisse et que les dépenses publiques sont majorées par des secours de chômage ou des grands travaux. Ainsi s'explique l'antinomie constatée : l'autofinancement et les émissions privées d'une part,

(1) Cf. Graphique n° 10.

les émissions publiques d'autre part, varient en sens inverse selon les fluctuations de l'activité économique nationale.

Bien plus, il semble même que ce soit l'ampleur des emprunts d'Etat qui ait contribué au développement de l'autofinancement des entreprises privées, car l'élévation du taux d'intérêt qui en résulte détourne les affaires des recours au marché devenu trop onéreux. Elles se financent à meilleur compte en constituant directement une épargne sociale prélevée sur leurs bénéfices. Ainsi la politique d'emprunt poursuivie par le Trésor a-t-elle favorisé l'application de l'autofinancement, de même que cette technique a diminué la concurrence faite sur le marché aux émissions publiques. Les demandes de fonds sont réduites, mais pour que l'Etat y trouvât avantage, il eût été nécessaire que l'offre des capitaux se maintînt au même niveau. Or, à première vue, l'autofinancement semble restreindre le volume des disponibilités affluant sur le marché.

En période normale, l'entreprise qui ne distribue pas la totalité de ses bénéfices ne vient pas placer sur le marché les capitaux qu'elle conserve, mais les investit au contraire dans son exploitation. D'ailleurs, il n'y a autofinancement que si ces fonds sont réellement employés à la couverture des besoins propres de l'affaire. Cette technique consacre donc un véritable stoppage à la source des capitaux qui sont soustraits aux répartitions et retenus dans l'entreprise même où ils ont pris naissance. Or, les dividendes constituent la source principale où s'alimente le marché financier. Le montant des fonds qui y sont offerts diminuera donc du fait de la mise en œuvre de l'autofinancement par les entreprises. Ce phénomène est particulièrement visible dans les pays fortement industrialisés,

l'Allemagne par exemple, où cette technique s'est largement développée.

Mais, si ce prélèvement prioritaire des entreprises bénéficiaires tend à restreindre les offres présentées sur le marché des capitaux, nous avons vu qu'il a également pour conséquence d'accroître le volume global de l'épargne nationale. Les fonds épargnés d'office par l'exploitation n'auraient pas tous été offerts sur le marché si les bénéficiaires ordinaires en avaient librement disposé (1). L'autofinancement ne s'exerce donc pas uniquement aux dépens de l'offre des capitaux, mais aussi de la consommation privée. L'Etat y trouve alors son profit pour le placement de ses emprunts, car les apports de disponibilités ne sont pas restreints autant que le sont les demandes.

Telle était la situation avant que les hostilités ne viennent modifier les problèmes financiers qui se posent aux gouvernements.

*
**

Le financement des guerres, et particulièrement des guerres modernes, nécessite de la part des nations belligérantes un effort considérable. Les ressources traditionnelles ne peuvent suffire à y faire face. Sous des formes diverses, tous les gouvernements sont obligés de recourir à leur privilège d'émission monétaire et de lancer dans la circulation de nouveaux signes fiduciaires. D'autre part, comme en toute hypothèse les biens disponibles pour la consommation civile se trouvent réduits, on constate l'apparition de cette disproportion néfaste entre le montant des moyens d'achat et celui des produits à acheter, qui

(1) Cf. *Supra*, page 99.

constitue l'inflation. Se développant à la fois par les deux termes de son rapport, elle prend rapidement une importance telle que l'Etat doit intervenir. La masse monétaire en excédent doit être résorbée par tous les moyens possibles, d'autant plus que les finances publiques seront les bénéficiaires de cette mesure.

Le libre développement de l'autofinancement offrait déjà au Trésor public de larges possibilités d'emprunt. Maintenant que ces appels à l'épargne doivent atteindre le montant le plus élevé possible pour couvrir les dépenses de l'Etat, on oblige la plupart des entreprises à y recourir en limitant d'une part les bénéfices distribuables, et d'autre part les appels au marché financier.

La loi du 28 février 1941, qui limite le montant des bénéfices distribuables, n'atteint que les sociétés par actions et à responsabilité limitée. Son application est donc partielle, mais demeure toutefois très efficace, car elle vise les entreprises les plus importantes. Les modalités d'application de cette mesure ont été exposées par ailleurs (1). Elles obligent les sociétés à conserver les bénéfices dépassant le taux des répartitions autorisées par la loi et leur procurent ainsi d'office la substance d'un autofinancement considérable.

Les plus grosses affaires se procurant de cette manière des capitaux abondants, l'Etat s'est réservé le marché financier en soumettant les émissions privées à une autorisation préalable. Pratiquée déjà depuis 1935 en Allemagne, où seules les entreprises travaillant pour la défense nationale étaient admises à s'adresser aux capitalistes, cette mesure de rationnement financier a été mise en

(1) Cf. page 22.

application en France par la loi du 6 août 1941 (1). Dorénavant les collectivités, corporations ou sociétés françaises doivent obtenir l'autorisation du Ministère des Finances pour procéder à une émission d'un montant supérieur à 50 millions de francs, quelle qu'en soit la forme. L'Etat rejette donc les exploitations vers la politique d'autofinancement qu'il favorisait déjà en limitant les bénéfices distribuables. En fait, les autorisations accordées sont nombreuses et les entreprises peuvent se procurer des fonds sur le marché : c'est que la puissance publique, connaissant les difficultés d'emploi de ces capitaux à l'heure actuelle, sait qu'ils viendront finalement affluer dans ses caisses. Il en va de même pour l'autofinancement : son premier stade est réalisé, car les gains sont en grande partie retenus par l'entreprise ; mais son achèvement demeure en suspens, car toutes les sommes ainsi recueillies ne peuvent trouver à s'investir dans l'exploitation et sont placées temporairement en valeurs du Trésor.

L'Etat, en effet, se trouve pratiquement le seul demandeur de crédits à court terme, car les affaires privées disposent de liquidités bien supérieures aux faibles besoins entraînés par une activité économique ralentie. Par contre, l'offre de capitaux sur le marché monétaire est considérable, car l'épuisement des stocks et la non distribution des bénéfices laissent aux entreprises des fonds qu'elles ne peuvent investir par suite de la disette croissante de marchandises et d'outillage. Le remploi de ces sommes ne peut être que temporaire de manière à les conserver toujours prêtes au financement de l'exploitation pour la date inconnue où reprendra l'activité économique. Les Etats offrent aux entreprises privées deux modes de pla-

(1) Cf. *Journal Officiel* du 9 août 1941.

cement profitables : les bons du Trésor rémunérés par un faible intérêt, et les comptes d'épargne bloqués pendant la durée des hostilités, dont l'attrait réside surtout dans des dégrèvements fiscaux. Ces deux formes d'emploi des capitaux privés représentent en partie des fonds prélevés sur les bénéfices et constituent par conséquent une réserve considérable d'autofinancement en attente, réserve dont l'investissement dans l'exploitation elle-même — condition nécessaire pour que l'on puisse parler d'autofinancement — est différé jusqu'au retour d'une situation économique normale.

L'Etat, en obligeant les entreprises à recourir à ce procédé, a donc facilité son propre financement. Cette technique qui, en période normale augmentait déjà la productivité des emprunts publics, vient apporter, dans l'époque troublée que nous traversons, une aide précieuse au fonctionnement régulier du circuit monétaire par lequel les disponibilités excédentaires refluent vers le Trésor. L'autofinancement, ou tout au moins la constitution de réserves qui réalise sa condition première, loin de nuire à la politique financière de l'Etat, en est l'un des instruments.

Mais l'endettement considérable de la puissance publique donne aux souscripteurs des craintes qui semblent justement fondées. Tant que subsiste la pénurie de marchandises, le renouvellement des bons à court terme est assuré. Mais quand la situation économique aura changé, renversement peut-être plus psychologique qu'effectif, les demandes de remboursement l'emporteront de beaucoup sur les souscriptions nouvelles. L'Etat ne pourra y faire face que par des émissions de papier-monnaie, à moins qu'il ne bloque pour une assez longue durée le montant de sa dette. De toutes façons, les entreprises ne dispose-

ront plus du pouvoir d'achat nécessaire pour financer leur activité nouvelle, car soit la hausse des prix, soit le moratoire de leur créance, auront rendu vain leur effort d'autofinancement. Si l'Etat utilise cette technique pour se procurer des ressources, il risque d'en paralyser l'application dans l'avenir.

L'autofinancement, en général, ne nuit donc pas aux finances de l'Etat.

Les rentrées d'impôt n'en sont guère diminuées dans leur ensemble, car la fiscalité tout entière profite de la prospérité que cette technique assure aux bonnes entreprises. Les emprunts publics sont toujours favorisés par cette épargne sociale qui leur abandonne le marché des capitaux.

C'est bien plutôt la politique financière des gouvernements qui risque de paralyser l'autofinancement.

L'ampleur des prélèvements fiscaux sur les bénéfices des entreprises tarit la source où elles puisent leurs réserves. Le placement en valeurs du Trésor de tous les capitaux provenant de l'autofinancement différé risque de conduire les affaires privées aux plus graves mécomptes.

En d'autres termes, cette technique n'est pas à rejeter comme contraire à l'intérêt général, mais ce sont les problèmes généraux du financement de l'Etat qui nuisent à sa mise en œuvre présente ou future.

CONCLUSION

Au terme de cette étude, il apparaît que l'autofinancement des entreprises est un procédé dont l'emploi présente des avantages appréciables mais aussi certains dangers.

Au point de vue technique, la non distribution des bénéfices et leur investissement dans l'exploitation ou le groupe d'entreprises où ils ont pris naissance constitue un moyen de financement commode largement utilisé dans la pratique des affaires.

En tant que politique financière le recours à ce procédé peut être très profitable aux entreprises. Elles y gagnent indépendance et stabilité tout en allégeant leurs charges. Créanciers et propriétaires y trouvent avantage. C'est un instrument qui peut donner d'excellents résultats, mais ce n'est jamais qu'un instrument et il faut le juger comme tel. La prospérité des exploitations dépendra de l'emploi des capitaux ainsi fournis. Un financement judicieux facilite, mais ne remplace pas une saine gestion technique ou commerciale.

Dans l'économie nationale, la généralisation d'une telle politique présente l'intérêt d'accroître le capital dont dispose le pays. L'épargne collective qu'il réalise est plus abondante que ne pourraient l'être des épargnes individuelles. Mais cette abondance même, qui à certains égards est un bienfait, devient un grave danger quand elle crée

un déséquilibre entre une production trop développée et une consommation insuffisante. L'autofinancement des entreprises doit donc être surveillé par l'Etat qui a pour mission, par une politique financière appropriée, d'en faire profiter les affaires tout en neutralisant ses inconvénients. Malheureusement, la situation critique des finances publiques oblige les gouvernements à effectuer sur les gains des particuliers des prélèvements considérables qui paralysent dans une large mesure l'autofinancement des exploitations. Cette technique est-elle donc sur son déclin ?

Plusieurs raisons le laissent présager.

L'intervention croissante de l'Etat dans l'économie ne peut s'exercer qu'à l'encontre des initiatives privées. Or, inspirés par des doctrines socialistes ou poussés par les nécessités de la guerre, les gouvernements ont étendu la main-mise de la puissance publique sur toutes les activités individuelles. L'indépendance des entreprises s'en trouve donc atteinte, et l'instrument financier qui la leur assurait jadis perd de son efficacité.

Sa mise en œuvre, même, est considérablement entravée par les conditions économiques actuelles. Certes, toutes les exploitations ont des disponibilités excédentaires susceptibles de financer leurs besoins futurs quand cessera la pénurie de marchandises et d'outillage qu'elles subissent aujourd'hui. Mais la difficulté consiste à conserver ces capitaux sans que la baisse de leur pouvoir d'achat ne vienne annihiler cet effort d'autofinancement reporté sur l'avenir. Le placement de tous ces fonds en valeurs publiques à court terme ou leur dépôt dans des comptes bloqués au Trésor lie le financement des affaires privées au sort des finances de l'Etat. A tous les points de vue, le prolongement des hostilités risque donc de compromettre

gravement les résultats attendus de l'application de cette technique.

Cependant, le seul remède à ce danger semble résider dans la poursuite toujours plus grande de cette politique financière.

La baisse continue de la valeur de l'unité monétaire, qui profiterait aux entreprises si elles pouvaient maintenir leur activité, leur nuit au contraire en faisant fondre peu à peu les capitaux liquides qui remplacent les stocks épuisés et l'outillage non renouvelé. Pour conserver intacte la puissance productive de ces exploitations, il est donc indispensable qu'elles s'assurent la disposition de nouveaux fonds permettant de compenser la diminution de leur pouvoir d'achat. Les retenues opérées sur les bénéfices doivent atteindre un maximum : c'est une nécessité pour les entreprises privées et un avantage pour les finances publiques.

L'Etat se trouve donc en présence d'une technique dont les résultats financiers sont utiles, mais qui gêne sa direction de l'économie par l'indépendance qu'il confère aux entreprises. C'est dans la conciliation de ces deux conséquences contradictoires qu'il faut chercher l'avenir de l'autofinancement. Il est probable que cette technique cessera d'être pour les affaires privées un moyen d'assurer leur autonomie pour devenir un instrument de la politique économique et financière de l'Etat. Nous avons vu que la puissance publique en contrôlait déjà la mise en œuvre par la quotité de ses prélèvements fiscaux et les prescriptions édictées au sujet des distributions de dividendes. L'épargne collective créée par ces mesures générales est sous la dépendance de l'Etat qui peut en accroître ou en restreindre le volume d'une manière beaucoup plus effi-

cace que ne pourrait le faire la meilleure propagande appliquée à l'épargne individuelle. Ce système de financement dirigé semble apporter une solution satisfaisante aux difficultés actuelles.

Le régime économique libéral a disparu par suite des désordres auxquels il avait abouti. L'économie dirigée accable producteurs et consommateurs, qui aspirent à un renouveau de liberté. Régir les activités privées en ne contrôlant que leurs moyens financiers constitue une synthèse du besoin d'ordre et du désir de liberté qui entrent en conflit dans l'économie contemporaine.

VU : *Le Président,*

E. DOLLÉANS.

VU : *Le Doyen,*

G. RIPERT.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER :

Le Recteur de l'Académie de Paris,

G. GIDEL.

BIBLIOGRAPHIE

LIVRES

- AMIAUD. — Traité théorique et pratique des comptes de réserves dans les sociétés par actions, 2^e édition, Paris, 1920.
- BATARDON. — Traité pratique des sociétés commerciales aux points de vue comptable, juridique et fiscal, 7^e édition, Paris, 1934.
- CALMES. — Administration financière des entreprises et des sociétés, Paris, 1925.
- CAPLAIN. — La taxation des réserves en France et à l'étranger. (*Thèse*, Paris, 1938.)
- CAUBOUÉ. — Cours professé à l'Ecole supérieure d'organisation professionnelle, Paris, 1941-1942.
- DEWING. — The financial policy of corporations, New-York, 1926.
- FORD. — Ma vie et mon œuvre, Paris, 1927.
- GUIGNABAUDET. — Le capitalisme social, Paris, 1941.
- Lois de l'économie nouvelle, Paris, 1942.
- HOUSPIN et BOSVIEUX. — Traité général théorique et pratique des sociétés civiles et commerciales, 5^e édition, Paris, 1919.
- HUBBARD. — Soviet money and finance, Londres, 1936.
- JEANNIN. — La vie financière des sociétés d'après l'étude des statuts et des bilans, Paris, 1929.
- LAUFENBURGER. — Les banques françaises, Paris, 1940.
- Précis d'économie et de législation financières (revenus et impôt), Paris, 1941 (Dette publique et richesse privée), Paris, 1942.
- LESCURE. — L'épargne en France, Paris, 1936.

- LOUIS. — Des oppositions d'intérêts entre administrateurs et actionnaires des sociétés anonymes à raison de la constitution de réserves occultes. (*Thèse Nancy*, 1920.)
- NOYELLE. — Cours d'économie politique professé à la Faculté de Droit de Paris, Paris, 1938-1939.
- PICARD. — Note sur la définition des filiales. Etudes de droit civil à la mémoire de H. Capitant, Paris, 1939.
- POLAK. — La circulation du capital dans l'entreprise et la distribution du crédit, Paris, 1935.
- PRUNET. — La politique des réserves dans les sociétés allemandes par actions. (*Thèse*, Paris, 1919.)
- QUESNOT. — Administration financière, méthodes comptables et bilans, 5^e édition, Paris, 1933.
- RATHENAU. — Où va le monde ? Paris, 1922.
- REINHARDT UND VON ZABERN. — Probleme und Aufgaben des deutschen Geld und Kreditwesens, Berlin, 1942.
- SAINT-GERMÈS. — Bourse et banque, Paris, 1942.
- SECRÉTARIAT D'ÉTAT A L'ÉCONOMIE NATIONALE ET AUX FINANCES. — L'action économique en France depuis l'armistice, Mâcon, 1941.
- THALLER et PIC. — Traité des sociétés commerciales, 1^{re} édition, Paris, 1907-1924.
- VAES. — La technique du financement des entreprises et spécialement des sociétés anonymes, Paris, 1930.

PÉRIODIQUES

Agence Economique et Financière.

American Economic Review.

Annales de Droit commercial.

Annuaire de la Société de Statistique de Paris.

Annuaire Desfossés.

Budget général de l'Etat.

Bulletin de l'Association nationale des Sociétés par actions.

*Bulletin de la Statistique générale de la France. — Dun's review :
Frankfurter Zeitung.*

Jahrbucher fur National Oekonomie und Statistik.

Journal de la Bourse.

Journal des Economistes.

Journal des Sociétés.

Journal Officiel.

La Vie Industrielle.

Recueil général des Lois et des Décrets, Sirey.

*Recueil périodique et critique de Jurisprudence, de Législation et de
Doctrines, Dalloz.*

Revue d'Economie politique.

Revue des Sociétés.

Revue générale de Droit commercial.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	5
PREMIÈRE PARTIE	
DESCRIPTION DE L'AUTOFINANCEMENT	9
CHAPITRE PREMIER : ANALYSE TECHNIQUE	9
SECTION I : L'origine des capitaux	9
§ 1) - Ce sont des bénéfices	9
§ 2) - Bénéfices retenus provisoirement dans l'exploit- tation	12
§ 3) - Bénéfices portés à un compte de réserve ap- parent	15
§ 4) - Bénéfices dissimulés dans des réserves occultes	23
§ 5) - Bénéfices incorporés au capital	27
§ 6) - Bénéfices substitués à des capitaux provenant d'un autre moyen de financement	30
SECTION II : L'investissement des capitaux dans l'exploitation	33
§ 1) - Autofinancement unitaire	33
§ 2) - Autofinancement collectif	37
CHAPITRE II : SYNTHÈSE STATISTIQUE	44
SECTION I : L'autofinancement en France	45
§ 1) Le stock des bénéfices non distribués	46
§ 2) - Le flux annuel des bénéfices non distribués ..	48
SECTION II : L'autofinancement à l'étranger	54
§ 1) - Allemagne	54
§ 2) - Etats-Unis	55

DEUXIÈME PARTIE

APPRECIATION DE L'AUTOFINANCEMENT	57
CHAPITRE PREMIER : L'AUTOFINANCEMENT DANS L'ENTREPRISE	58
SECTION I : L'utilisation des bénéfices comme moyen de financement	58
§ 1) - L'autofinancement assure l'indépendance de l'entreprise	59
§ 2) - L'autofinancement assure la stabilité financière de l'entreprise	61
§ 3) - L'autofinancement est un procédé moins oné- reux que les autres	69
SECTION II : La non distribution des bénéfices aux ayants droit	76
§ 1) - L'intérêt des actionnaires	77
§ 2) - Les intérêts des participants aux bénéfices autres que les actionnaires	88
CHAPITRE II : L'AUTOFINANCEMENT DANS L'ECONOMIE NATIONALE ..	95
SECTION I : L'autofinancement et les finances privées	96
§ 1) - L'autofinancement et le volume des capitaux ..	97
§ 2) - L'autofinancement et la répartition des capi- taux dans l'économie	105
SECTION II : L'autofinancement et les finances publiques ..	128
§ 1) - Autofinancement et impôts	129
§ 2) - Autofinancement et emprunts	149
CONCLUSION	159
BIBLIOGRAPHIE	163

